



Pesquisa de Conclusão de Curso

A oferta de crédito brasileira: Uma análise do período de 2003 a 2010

Aluno: Matheus Alves da Silva
Matrícula: 15/0018002
Orientadora: Adriana Moreira Amado
Universidade de Brasília - Departamento de Economia

Agradecimentos

Em primeiro lugar devo agradecer aos meus pais, Neide Alves e Messias Medeiros, sem os quais nunca teria chegado à metade do caminho. Sou eternamente grato por todo apoio, amor e conselho que me deram. Agradeço também aos meus irmãos, Guilherme e Renato por todo apoio e carinho fraternal.

Agradeço ao meu primo, que tomei como irmão, Gustavo e minha cunhada, Nayara, os quais foram os grandes responsáveis pela minha escolha de carreira como economista, e por mais direcionamentos da minha vida que gostaria de admitir.

Um enorme agradecimento aos incríveis amigos que tive o prazer de conhecer durante meu trajeto na universidade, Pedro Acioly, Giovanna Nicácio, Tiago Lima, Niara Carnaúba, Fernanda Vieira e Lívia Maria. O apoio de vocês me sustentou nos momentos mais difíceis.

Agradeço de coração por tudo que aprendi e vivi junto de Laura Khouri, uma das pessoas mais doces e com maior coração que pude encontrar na vida.

Agradeço aos amigos que pude fazer e que tanto me ensinaram ao longo da minha passagem pelo Bancoob, em especial à Joseana, que me ensinou muito sobre caráter, trabalho e datas comemorativas.

Agradeço aos grandes professores que tive ao longo da minha graduação e me proporcionaram aprender o pouco que sei. Destaco aqui os nomes de Adriana Amado e Geovana Bertussi, que além de grandes mestres se provaram pacientes e compreensivas com os desafios alheios.

Por fim agradeço a todos que não citei aqui nominalmente, mas que de uma forma ou outra tiveram uma passagem em minha vida e proporcionaram que me tornasse quem me tornei.

Sumário

1) Introdução.....	2
2) Moeda e Meios de Pagamento.....	2
2.1) O surgimento da moeda e suas funções.....	2
2.2) A criação de Meios de Pagamento.....	3
2.3) Endogeneidade da Moeda.....	6
3) Teorias sobre neutralidade da moeda.....	8
3.1) Clássicos.....	10
3.2) Neoclássicos.....	11
3.3) Keynes e Pós-Keynesianos.....	12
3.4) Monetaristas.....	19
3.5) Novos Clássicos.....	22
3.6) Novos Keynesianos.....	24
4) O mercado de crédito brasileiro.....	26
4.1) Contexto prévio.....	27
4.2) A oferta de crédito de 2003 a 2008.....	28
4.3) A oferta de crédito de 2008 a 2010.....	33
5) Conclusões.....	38
6) Referências.....	41

1) Introdução

A oferta de crédito no Brasil, historicamente, é dependente da atuação dos bancos públicos, entretanto durante o período correspondente à gestão Lula, de 2003 a 2010, ocorreram expressivas mudanças no perfil do crédito brasileiro. Em um primeiro momento, a atuação dos bancos privados despontou, sendo que estes passaram a corresponder à maior parcela da oferta de crédito do país. Entretanto em 2008, em decorrência da crise financeira dos Estados Unidos, houve uma reversão deste quadro, com o retorno do protagonismo estatal e retração do papel das instituições privadas no mercado creditício.

Considerando-se o panorama apresentado para o mercado de crédito durante o período em questão, este trabalho apresenta as razões do movimento de inversão das fontes de crédito do Brasil, tanto para ascensão dos recursos privados a partir de 2003 quanto para sua respectiva queda e retorno da prevalência pública em 2008, sob a luz de aspectos de políticas econômicas e alterações de expectativas do mercado.

Estabelecidas as razões para a configuração do mercado de crédito no período em questão, este trabalho também objetiva ilustrar quais são os impactos decorrentes da atuação estatal no mercado de crédito para o consumo e principalmente o investimento agregado, sob distintas visões teóricas.

Para realizar tal análise com eficácia, será primeiramente apresentado uma perspectiva geral sobre aspectos da moeda, do crédito e do sistema bancário. Em seguida se realizará uma cobertura da literatura acerca do impacto da moeda e do sistema bancário sobre o produto da economia, com abordagem das múltiplas correntes que tratam do assunto. A seguir faz-se a montagem do panorama de formação do mercado de crédito brasileiro, destacando-se o período do governo Fernando Henrique Cardoso, para finalmente adentrar no período de interesse deste trabalho, perdurando de 2003 a 2010.

2) Moeda e Meios de Pagamento

2.1) O surgimento da moeda e suas funções

A necessidade de criação da moeda decorreu dos efeitos da divisão social do trabalho, uma vez que as que ao ocorrer a especialização do trabalho, os agentes econômicos necessariamente deveriam incorrer em mais trocas de bens, tanto para fornecer o que produzem quanto para obter o que deixam de produzir.

Conforme destacado por Carvalho (2015), esta economia baseada em trocas, em um primeiro momento dependia da necessidade de seus agentes possuírem *uma coincidência mútua e complementar de necessidades*, ou seja, para ocorrer uma troca, um agente que demanda um Bem X qualquer e possui excedente de um Bem Y deveria encontrar um segundo agente que, por pura coincidência, possuísse demanda do Bem Y e excedente do Bem X.

Entretanto a necessidade de haver tal complementariedade para a efetivação das trocas torna este sistema ineficiente e excessivamente dependente do acaso. Para solucionar esta questão, há a introdução da moeda, a qual intermediaria o processo de trocas e permitiria que os agentes realizassem trocas de maneira indireta, ou seja, subdividida o processo em duas etapas, venda e compra, as quais poderiam também ser disjuntas temporalmente.

A moeda para sua plena funcionalidade e aceitação como meio de pagamento deve apresentar determinadas características, as quais são:

- i) **Meio de troca:** Trata-se da função que levou à criação da moeda, pois possibilita que os agentes troquem algum bem por moeda e posteriormente esta mesma moeda por algum outro bem, solucionando assim a ineficiência da necessidade de haver *coincidência mútua e complementar de necessidades* para incorrer em trocas.
- ii) **Unidade de conta:** Assegura que os bens de uma economia possuam seus valores lastreados na moeda, ou seja, definem-se os valores relativos entre os bens da economia em termos de unidades monetárias.
- iii) **Reserva de valor:** Garante que a moeda mantém seu poder de compra ao longo do tempo sem sofrer grandes perdas, de tal maneira que o intervalo temporal entre uma venda e uma compra, no qual se retém poder de compra em forma monetária, não implica em perdas expressivas, i.e, atua como um depositário de valor.

2.2) A criação de Meios de Pagamento

De acordo com Carvalho (2015, p. 4), os Meios de Pagamento (MP) de uma economia são definidos da seguinte maneira:

A moeda de uma economia, ou seja, o conjunto de meios de pagamento, consiste na totalidade de ativos possuídos pelo público que pode ser utilizado a qualquer momento para a liquidação de qualquer compromisso futuro ou à vista. Sendo

assim, os meios de pagamento (MP) somam mais do que o papel-moeda (e a moeda metálica) em poder do público (PMPP); englobam também os depósitos à vista nos bancos comerciais (DV).

A definição de Meios de Pagamento estabelecida acima pode ser apresentada de maneira equivalente pela seguinte identidade matemática:

$$MP = PMPP + DV$$

Além da autoridade monetária, os bancos comerciais também possuem mecanismos de criação de meios de pagamento, não podendo legalmente emitir *moeda manual* (outra nomenclatura para PMPP), mas com a possibilidade de geração de *moeda escritural*, ou seja, com a utilização de seus depósitos à vista (DV) como meios de pagamento.

A capacidade de emissão de moeda escritural pelos bancos comerciais é fortemente dependente da maturidade do sistema bancário como um todo, sendo necessário que se atinja determinado grau de desenvolvimento das instituições para que a aceitação dos depósitos como meios de pagamento seja ampla, possibilitando que a concessão de crédito gere moeda de uma maneira eficiente. Conforme apresentou Chick (1994), o sistema bancário possui múltiplos estágios de maturidade.

O primeiro destes estágios é caracterizado por elevado grau de isolamento das instituições e pelo pequeno porte delas, deste modo torna-se inviável a existência de um sistema bancário complexo com conexões entre as instituições, impossibilitando transferências de depósitos de uma para outra. Assim os bancos atuam apenas como depositários de recursos na forma de poupança e emprestadores deste recurso. A emissão de crédito segue a seguinte lógica:

- i) Ao receber um depósito, o banco comercial recebe recursos e assume o compromisso de devolver este recurso futuramente ao depositante.
- ii) Com o depósito recebido, o banco constitui reservas.
- iii) A reserva existente poder ser emprestada a um terceiro indivíduo na forma de crédito.
- iv) Por conta do sistema bancário ainda ser insipiente, a aceitação de depósitos bancários como meio de pagamento é fortemente restrita, deste modo o crédito tomado pelo cliente junto ao banco é realizado em forma de moeda manual.

Destacam-se dois aspetos da operação acima, primeiramente que (i) a aceitação de depósitos à vista como meio de pagamento não é algo arraigado à economia,

consequentemente a capacidade de geração de moeda pelos bancos comerciais é fortemente limitada. Ademais (ii) é perceptível que para ocorrer a emissão de crédito, em primeira instância o banco deve receber um depósito, para constituir reserva, a qual poderá se tornar lastro para uma eventual concessão de empréstimo. A ordem causal apresentada é:

Depósito → Reserva → Empréstimo

A partir do segundo estágio, há uma redução do número de bancos e os remanescentes vislumbram aumento de porte, portanto o mercado bancário se torna mais concentrado. Estas instituições agora possuem maior acesso a informação tanto do público quanto umas das outras, implicando em um fortalecimento do próprio sistema bancário e das relações entre seus membros. A concentração e fortalecimento das instituições tornam mais eficientes processos, tais como compensação de cheques e transferência de depósitos de um banco para outro. Estas eficiências institucionais somadas a um aumento das informações disponíveis sobre os bancos, possibilitam que o público passe a aceitar depósitos à vista como meio de pagamento. Neste contexto o mecanismo de emissão de crédito passa a ser o seguinte:

- i) Por saberem que a probabilidade de todos os depositários resgatarem os depósitos ao mesmo tempo é improvável, os bancos passam a emitir títulos de DV em valor superior às suas reservas, encorajados a emprestar “dinheiro que não possuem” (Chick, 1994).
- ii) Destaca-se que esta possibilidade só é viável devido à aceitação de DV como meio de pagamento pelos agentes da economia, caso contrário o crédito só seria aceito por seus tomadores em forma de moeda manual, i.e, em papel-moeda.
- iii) Com esta utilização de DV como meio de pagamento e a possibilidade dos bancos emitirem DV em quantia superior às suas reservas, há o surgimento do *multiplicador bancário*.

Estabelecendo comparações com o primeiro estágio de desenvolvimento do sistema bancário, nota-se alteração nos dois aspectos que foram destacados anteriormente. Conforme já extensivamente apresentado, (i) DV passa a ser aceito como um meio de pagamento pelos agentes da economia, capacitando os bancos comerciais a emitirem moeda escritural, tornando a oferta de moeda endógena, i.e, a autoridade monetária não possui controle total sobre a oferta de moeda da economia – a endogeneidade da moeda será melhor explicado na seção seguinte –. Também se destaca que a partir deste estágio, (ii) a pré-existência de uma

reserva suficientemente estável garante a emissão de crédito, não havendo necessidade de depósitos serem realizados anteriormente.

Esta independência dos empréstimos com relação à pré-existência de depósitos, inverte a lógica causal do primeiro estágio de que uma poupança, na forma de depósitos, deveria preceder o investimento agregado da economia. No segundo estágio, o crédito – o qual é concedido sem um lastro direto em depósito, à princípio – é responsável por financiar investimentos, os quais implicarão em geração de renda, a qual será depositada em bancos, formando novos depósitos à vista, estes então atuariam como lastro do crédito concedido no primeiro momento. De fato, a poupança se igualaria ao investimento, porém apenas *ex post*. Portanto a relação de causalidade da concessão de crédito passaria a ser:

$$\text{Reserva} \rightarrow \text{Empréstimo} \rightarrow \text{Depósito}$$

2.3) Endogeneidade da Moeda

A concepção de *Endogeneidade da Moeda* refere-se à ausência ao menos parcial de controle da autoridade monetária sobre a oferta de moeda, i.e meios de pagamento, em uma determinada economia. Esta ideia contrapõem-se a *Exogeneidade da Moeda*, a qual determina que o banco central, com sua atuação de autoridade monetária, possui total capacidade de determinar a oferta de moeda.

Conforme apresentado, os Meios de Pagamento (MP) podem ser subdivididos em dois grupos, moeda manual (PMPP) e moeda escritural (MP). Sendo os bancos comerciais responsáveis pela emissão de moeda escritural – dadas as devidas condições de aceitação e maturação do sistema bancário discutidas anteriormente –, parte da responsabilidade sobre a oferta monetária seria transmitida a estas instituições. Assim como qualquer outra firma capitalista, os bancos têm como seu objetivo maximização de lucros, estão sujeitos a incertezas e possuem preferência pela liquidez, portanto estes são passíveis de terem de buscar posições de maior segurança quando julgarem necessário, reduzindo sua oferta de crédito e, portanto, sua emissão de moeda escritural. Em decorrência deste mecanismo, torna-se perceptível que o controle da oferta de moeda vai além do que a autoridade monetária pode determinar, sendo parcela do processo delegada aos bancos comerciais, a qual cresce em importância relativa à medida que os DV são mais aceitos como MP. Conforme apresenta Carvalho (1993, p. 119):

Nessa visão, as autoridades não detêm absoluto controle sobre a disponibilidade de moeda, [...], não apenas porque a função demanda por moeda pode ser volátil, como

também porque o banco central deve operar através de bancos comerciais. A concretização dos objetivos buscados pelas autoridades depende da reação dos bancos e da sua política. Os bancos comerciais, porém, são instituições que têm o lucro como objetivo e operam sob restrições semelhantes às de qualquer outro agente, em particular, sob incertezas do futuro iguais ou maiores que as que atingem o resto dos agentes. Por essa razão, os bancos têm preferências pela liquidez como qualquer outro agente cuja atividade econômica seja especulativa e demanda, assim, algum grau de precaução e cuidado.

Adotando-se a perspectiva de estágios de desenvolvimento do sistema bancário apresentada por Chick (1994), é possível perceber que a exogeneidade da moeda é compatível com a primeira etapa do desenvolvimento bancário, na qual os bancos comerciais são impossibilitados de emitirem sua própria moeda escritural. Em decorrência a oferta de moeda se limitaria às emissões de moeda manual realizadas pelo banco central, conferindo-lhe total controle sobre a base monetária.

A partir do segundo estágio, em que os bancos comerciais teriam capacidade de emitir DV e estes seriam aceitos pelos agentes da economia como um meio de pagamento válido, o controle da oferta monetária passa a ser parcialmente dividido entre banco central e bancos comerciais, portanto a partir deste estágio a oferta monetária torna-se endógena.

Na terceira etapa, mecanismos de empréstimo interbancário possibilitam a utilização das reservas com maior eficiência, portanto DV passa a ser mais utilizado como meio de pagamento, possivelmente até mais do que a própria moeda manual, sendo que os recursos da economia, em sua maioria flutuam de um banco para outro, raramente saindo do sistema bancário. Se na etapa anterior a moeda iniciava uma transição rumo à endogeneidade, nesta etapa já tornou-se indubitavelmente endógena, sendo a oferta determinada em paralelo pela autoridade monetária e pelos bancos. Vale destacar que a autoridade monetária ainda possui um mecanismo de atuação relevante no processo via taxa de juros, com a qual ainda consegue influenciar decisões dos bancos comerciais.

No quarto estágio há a consolidação do papel da autoridade monetária como prestador de última instância e mantenedor da estabilidade do sistema financeiro, portanto sob permanente garantia de auxílio do banco central, “os bancos tornam-se cada vez mais audazes: os empréstimos podem agora se expandir além da capacidade determinada pelas reservas do sistema. Pode-se, virtualmente, contar com o Banco Central como garantia no caso da falta de reservas.” (Chick, 1994, p. 14). Novamente observa-se um aprofundamento da capacidade de emprestar dos bancos, i.e, uma potencialização da emissão de moeda escritural.

A quinta e última etapa de desenvolvimento do sistema bancário tem como ponto chave o início da competição direta entre os bancos para obtenção de passivos, i.e, anteriormente os bancos apenas recebiam depósitos por conta da decisão dos depositantes, mas a partir deste ponto buscam ativamente obtê-los para consolidação de suas reservas. A alteração que esta competição e administração do passivo provém é “essencialmente de cronologia: o depósito "acidental" [pela ótica dos bancos] pode ser mais rapidamente persuadido a retornar aos bancos, ou mesmo convencido a permanecer. O resultado é um aumento na capacidade dos bancos para conceder empréstimos.” (Chick, 1994, p. 18).

Portanto o que se conclui com o sistema de etapas do desenvolvimento bancário é que este parte de um estado em que os bancos são pouco ou nada conectados entre si, além de não possuírem a credibilidade necessária para que seus depósitos sejam aceitos como meio de pagamento, portanto toda a oferta de moeda é de controle da autoridade monetária, conferindo à moeda exogeneidade. Entretanto a partir do segundo estágio, o sistema bancário torna-se progressivamente mais interconectado e com instituições mais críveis, possibilitando que os depósitos à vista sejam aceitos como meios de pagamento, portanto há parcial transferência do controle da oferta de moeda da autoridade monetária para os bancos, i.e, a moeda passa a ser endógena. A evolução do sistema bancário nas etapas subsequentes não altera este processo de gradual endogeneização da oferta monetária, pelo contrário, é responsável por aprofundá-lo, de tal sorte que as alterações institucionais posteriores atuam no sentido de possibilitar que os bancos comerciais consigam emitir cada vez mais moeda por conta da utilização mais eficiente de suas reservas.

Conforme será apresentado no capítulo 3, existem correntes de pensamento que atribuem à moeda um papel central na estrutura econômica, principalmente o de viabilizadora de investimentos. Portanto ao adotar-se a endogeneidade da moeda, aceita-se um quadro de destaque dos bancos no processo de emissão monetária, na forma de crédito e, por conseguinte, que estas instituições possuem papel essencial no financiamento do investimento. Maiores detalhes destes mecanismos de atuação da moeda e acerca do papel dos bancos serão explicados pela teoria de Keynes e Pós-Keynesiana, na seção 3.3 deste trabalho.

Por outro lado, caso a demanda de moeda seja estável, os coeficientes do multiplicador bancário também serão. Assim uma vez que se controle a base monetária, os meios de pagamento serão exógenos. Por conseguinte adentra-se uma perspectiva teórica de oferta de moeda exógena, sendo esta mais alinhada às correntes chamadas ortodoxas. Mais desta visão será apresentada com maior profundidade ao longo do capítulo seguinte.

3) Teorias sobre neutralidade da moeda

A diversidade de entendimentos acerca do papel da moeda é um dos pilares centrais da diversidade de visões da teoria econômica, de tal sorte que é possível categorizar as várias correntes, genericamente, entre ortodoxos e heterodoxos com base no seu entendimento acerca da neutralidade (ou não-neutralidade) da moeda. De acordo com Mollo (2004), as definições de Ortodoxia e Heterodoxia na economia são relativas e, portanto, é necessário definir à priori qual conceito será utilizado para tal definição.

Neste trabalho, por conta de seu enfoque monetário, será empregado o entendimento de que Ortodoxia é composta pelas correntes de pensamento econômico que aceitam os preceitos e conclusões da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e, conseqüentemente, aceitam a neutralidade da moeda. A TQM é apresentada na obra de Carvalho (2015, p. 31-32) de acordo com a seguinte descrição:

[...] Estabelece que os preços variam diretamente com a quantidade de moeda em circulação, considerando que a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações com bens e serviços não se alteram. Outra forma de expressar a TQM é dizer que uma mudança no estoque de moeda, num certo período de tempo, não tem efeito permanente sobre as variáveis reais, mas resulta em uma mudança proporcional nos preços de bens e serviços.

Para apresentar a TQM conforme a formulação de Fisher, será apresentada primeiramente uma versão modificada da Equação de Trocas, a qual é dada por:

$$M \cdot V = P \cdot y$$

Em que M = Oferta de Moeda, V = Velocidade de circulação da moeda na economia (*turnover*), P = Nível geral de preços da economia e y = Produção.

A identidade acima iguala a quantidade de moeda utilizada para compras em uma economia – lado esquerdo da equação – com a quantia de bens transacionados nessa economia – lado direito –. Tal relação fundamenta-se na igualdade vindoura da quantia de moeda (M) multiplicado por um fator de velocidade de utilização desta (V) deve se igualar à quantia de bens economia (y) adequada pelo nível de preços (P).

Deve-se destacar que até então, foi apresentada apenas uma identidade matemática, de tal sorte que a equação de trocas é verdadeira e aceita por todas as correntes de pensamento. Tratando em específico da TQM, esta aborda a equação de trocas, adicionalmente lançando mão de alguns pressupostos, os quais possibilitarão chegar a conclusões acerca do papel da moeda na economia. As hipóteses consideradas são as seguintes:

- i) Pleno emprego da economia.
- ii) Oferta de moeda exógena, isto é, a autoridade monetária tem controle total sobre a quantia de moeda que circula na economia.
- iii) Velocidade de circulação da moeda (V) é estável, ou seja, não sofre grandes variações no curto prazo e, quando sofre alterações, estas ocorrem lentamente.

Havendo pleno emprego da economia de maneira duradoura, não há a possibilidade de variações da produção, ou seja, y é considerado estável e constante. Considera-se também que V é aproximadamente constante por ser considerada equivalente à demanda transacional. Portanto a equação de trocas é entendida da seguinte maneira:

$$M \cdot \dot{V} = P \cdot \dot{y}$$

$$\Delta(M \cdot \dot{V}) = \Delta(P \cdot \dot{y})$$

$$\Delta M \cdot \Delta \dot{V} = \Delta P \cdot \Delta \dot{y}$$

Sendo V e y constantes, então $\Delta \dot{V} = 0$ e $\Delta \dot{y} = 0$. Portanto:

$$\Delta M = \Delta P$$

Deste modo ao ocorrer qualquer variação da oferta de moeda da economia, toda esta variação seria absorvida por uma variação de igual magnitude no nível de preços. Exemplificando, ao dobrarmos a quantidade de moeda disponível, o nível de preços também dobraria, portanto a moeda perderia seu poder de compra pela metade.

Outra consequência da TQM é que qualquer incremento de oferta de moeda seria estéril no longo prazo sobre o nível de produção e, conseqüentemente, de emprego da economia. Portanto a atuação do governo sobre a política monetária, de acordo com este entendimento, não seria apenas ineficiente como também nociva, uma vez que ao tentar realizar algum tipo de política expansionista monetária ou de crédito, o governo fracassaria em aumentar o produto e geraria como efeito colateral uma aceleração inflacionária.

3.1) Clássicos

O entendimento da corrente clássica, a qual tem como seus expoentes Ricardo, Smith, Say, Mill e Malthus, foram originadas de debates acerca de questões pertinentes à política econômica do período, como o papel da autoridade monetária na estabilidade da moeda, os fatos causadores de inflação e desvalorização cambial, dentre outros.

O debate acerca da neutralidade da moeda desenvolveu-se no cerne da discussão do controle da emissão monetária na Inglaterra, durante o século XIX. Conforme apresenta

Carvalho (2015), a Controvérsia Bulionista consistiu no embate teórico entre os Bulionistas – Dos quais Ricardo e Malthus faziam parte – e os Anti-Bulionistas acerca das razões da desvalorização da libra. O primeiro grupo defendia que as razões da desvalorização da moeda se deviam à excessiva emissão de papel-moeda sem garantir a sustentabilidade do lastro em ouro, ao passo que o segundo grupo justificava as variações de valor da moeda com base em questões conjunturais, tais como guerras e desacelerações nas exportações.

A TQM na formatação apresentada por Fisher, apresentada no começo deste capítulo, corresponde a uma estruturação matemática das ideias apresentadas pelos clássicos durante os debates do século XIX. No cerne desta teoria aceita-se a ideia de que políticas de intervenção do governo na esfera monetária tinham impactos nocivos. Caso o estado tentasse impulsionar o produto e emprego da economia via expansões da oferta de moeda, o resultado seria que o produto se manteria inalterado e o incremento da oferta de moeda seria totalmente convertido em aumento do nível de preço, ou seja, este tipo de política implicaria apenas aceleração inflacionária e distorção no mecanismo de preços dos mercados.

3.2) Neoclássicos

Corrente herdeira das teorias de Ricardo, entretanto com maior robustez matemática. Foi composta por economistas como o Fisher, Marshall e Walras. Parte de sua herança teórica dos clássicos é tida pelo entendimento de que a moeda possui atuação como um véu transacional na economia, apenas facilitando os processos de compra e venda, sendo incapaz de influenciar o nível da atividade produtiva econômica.

Portanto, é possível dividir a estrutura econômica pela visão neoclássica em duas esferas distintas, as quais não possuem a capacidade de influenciar uma à outra de maneira duradoura:

- i) Esfera real, na qual são definidas as variáveis reais da economia, como emprego, renda, produção e transações.
- ii) Esfera monetária, detentora de questões de moeda, inflação e taxas de juros monetária.

A corrente neoclássica acata que os agentes da economia atuam de forma racional, sempre buscando maximizar sua própria utilidade, ademais estes também compreendem que a única razão para se ter moeda é o *motivo transacional*, i.e, moeda possui exclusivamente a

função de intermediar o processo de trocas da economia – tal qual os próprios clássicos afirmavam –, deste modo, um agente representativo na modulação neoclássica sempre utilizaria toda moeda à sua disposição para consumo ou poupança, a fim de obter utilidade consumindo ou rendimentos via juros da poupança. Portanto o entesouramento não seria uma alternativa racionalmente viável e assim seria garantida a estabilidade da velocidade de circulação da moeda (V), garantido a funcionalidade da TQM.

Portanto ao ser considerado que os agentes nesta economia tomam a decisão entre consumir no presente ou poupar para consumir no futuro, o sistema financeiro surge como um intermediário, tendo sua atuação explicada pela teoria do *mercado de fundos emprestáveis*. Este mercado seria responsável por informar a quantidade de crédito que está sendo ofertada e consumida na economia, entretanto as motivações dos participantes não seriam explicados por fatores monetários, mas sim fatores reais, a saber (i) preferências intertemporais de consumo dos agentes e (ii) produtividade marginal do capital. De acordo com Martini (2014, p. 294-295):

Nessa concepção, a oferta de poupança é construída pela escolha intertemporal entre consumir no período presente e futuro, sendo a taxa de juros o prêmio pela abstinência no presente sob a forma de um maior consumo futuro de bens e serviços. A demanda por investimento, por sua vez, é determinada pela produtividade marginal do capital. O volume de crédito na economia, portanto, é definido no ponto de intersecção entre as duas curvas e é ajustado pela taxa de juros, a qual, conforme descrito, é uma variável real determinada no mercado de bens. A intermediação financeira tem a função de alocar fundos emprestáveis dos agentes superavitários (que poupam, isto é, que não gastam todo seu dinheiro disponível) para os agentes deficitários (que gastam além de seu dinheiro disponível). Para isso, os intermediários se encarregam de vender títulos próprios para os agentes superavitários e comprar títulos de dívida dos deficitários. Dessa maneira, o financiamento dos investimentos das empresas na acumulação de capital requer o acúmulo prévio de poupança por parte de agentes superavitários. Os bancos podem afetar os fundamentos do mercado financeiro pela variação da oferta e da demanda por títulos, mas não podem criar, por si próprios, novos volumes de fundos emprestáveis.

Há a necessidade de se destacar que para o bom funcionamento do mercado de fundos emprestáveis, de modo a possibilitar que o ciclo poupança-investimento se concretize, deve-se atender à hipótese de que os agentes da economia possuem livre acesso a este mercado, i.e, são capazes de emprestar e tomar emprestado livremente, para que assim seja garantida a capacidade de transferir sua decisão de consumo para o presente ou para o futuro.

3.3) Keynes e Pós-Keynesianos

Keynes durante a década de 1930 publicou duas de suas obras que vieram a consolidar o pilar da teoria Keynesiana, foram estes O Tratado sobre a Moeda (1930) e A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936). A primeira, ainda inserida no seio da teoria neoclássica – na qual Keynes havia sido formado –, levantava seus primeiros questionamentos acerca do papel da moeda na economia, de tal modo que o *mainstream* não concebia. Já na segunda obra mencionada, há uma completa ruptura com a escola anterior, uma nova maneira de entender o funcionamento da economia com protagonismo da moeda e do conceito de incerteza.

Conforme apresenta Carvalho (2015), Keynes modula sua teoria partindo do princípio de que a moeda tinha de fato um impacto real na economia e não consistia apenas em um véu transacional, abordagem completamente divergente do que era postulado pelos clássicos. Para representar tal guinada de relevância no papel da moeda para sua teoria com relação aos neoclássicos, Keynes denominou a estrutura da economia em seus estudos como se tratando de uma economia monetária de produção.

O passo inicial para delegar esta relevância à moeda é compreender a divergência entre risco e incerteza. Ferrari Filho (2000, p.4), em análise à obra de Keynes e seus frutos, apresenta a seguinte diferenciação para ambos os conceitos:

[...]Risco é a situação na qual a tomada de decisão acerca de um determinado evento é realizada em um contexto em que a distribuição de probabilidade desse é conhecida, ao passo que incerteza caracteriza a situação na qual a tomada de decisão sobre um evento específico é realizada em um contexto em que inexistente uma distribuição de probabilidade para o mesmo.

Portanto ao adotar que a economia é permeada não apenas de riscos calculáveis, mas também de incertezas nas decisões dos agentes – os consumidores e, notoriamente, os investidores – a retenção de moeda pelos agentes da economia torna-se razoável, para que possam se prevenir em situações de forte incerteza, aguardando que tal se dissipe para então tomarem as decisões de investir ou consumir.

Deste modo a introdução do conceito de incerteza torna o desejo de entesouramento uma alternativa viável e racional aos agentes, um entendimento radicalmente contrário ao Neoclássico. Este comportamento de preservação à incerteza via carregamento de moeda destaca uma característica fundamental dos agentes da economia monetária de Keynes, é a chamada *Preferência pela Liquidez*. Esta assegura que quanto maior a incerteza que permeia a economia, mais os agentes estarão dispostos a abrir mão da rentabilidade advinda de artigos

financeiros de baixa liquidez – no caso dos investidores, da rentabilidade advinda de investimentos em capital produtivo – para manterem em mãos ativos de alta liquidez, notoriamente a moeda, por precaução.

Por conseguinte, torna-se evidente o quão divergente é o papel da moeda para a teoria Keynesiana com relação à Neoclássica. Os neoclássicos atribuem à moeda o papel de véu transacional, ou seja, trata-se de um artigo com a única e exclusiva função de facilitar a troca de bens em uma economia. Não havendo outra função para a moeda, os agentes não teriam qualquer motivo para retê-la e consequentemente utilizariam toda sua renda para consumir bens ou adquirir ativos financeiros no intuito de receberem juros, os quais seriam canalizados para a realização de Investimento. Pela ótica Keynesiana, a existência de uma incerteza não calculável e a preferência pela liquidez, podem levar os agentes a abrir mão de rendimentos maiores para se manterem em posições mais líquidas – consequentemente mais seguras –, precavendo-se desta incerteza. Como a moeda é o ativo de maior liquidez de uma economia, surge então a possibilidade racional de se reter moeda, sem utilizá-la de forma alguma, apenas como meio de segurança. Este processo de manter moeda fora de circulação corresponde ao desejo de entesouramento e garante que, no caso dos empresários, esterilize a decisão de realizar Investimento.

Outro conceito chave na teoria Keynesiana é a formação da taxa de juros da economia bem como seus impactos. Conforme apresentado anteriormente, a vertente neoclássica acata que a taxa de juros da economia é definida por fatores estritamente vinculados à esfera real – preferências intertemporais de consumo dos agentes e produtividade marginal do capital – os quais definem a taxa de juros.

Keynes por sua vez, compreende que a taxa de juros é um evento definido na própria esfera monetária e que possuiria consequências diretas na esfera real, sendo capaz de impactar o nível de produção da economia tanto no curto quanto no longo prazo. Conforme Carvalho (2015), a interpretação de Keynes é que a taxa de juros seria uma bonificação pela perda de liquidez que os agentes sofrem ao abrir mão de seu ativo mais líquido, a moeda, por um de menor liquidez, os títulos, por um determinado período de tempo. Nas palavras do próprio Keynes (1996, p.175):

Porém, dado que a taxa de juros nunca é negativa, por que alguém preferiria guardar sua riqueza de forma que renda pouco, ou nenhum juro, a conservá-la de outra que renda algum? [...] Há, todavia, uma condição necessária sem a qual não poderia existir a preferência de liquidez pela moeda como meio de conservação da riqueza. Esta condição necessária é a existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros [...].

Ao alinharmos os conceitos de incerteza, preferência pela liquidez e taxa de juros, é possível encontrar o seguinte mecanismo de funcionamento na economia:

- i) A elevação da incerteza provoca a tendência dos agentes a reter maior quantidade de ativos líquidos, principalmente moeda, por precaução. Trata-se de um aumento da preferência pela liquidez.
- ii) A maior preferência pela liquidez implicando em menor circulação de moeda da economia – entesouramento –, acarreta em uma menor oferta de moeda disponível.
- iii) No mercado monetário, a redução da oferta de moeda implica em um custo maior para obter moeda na economia, isto é, taxas de juros maiores.
- iv) O aumento da taxa de juros, ou seja, maior custo para se tomar moeda emprestada implica em maior o custo de oportunidade do investimento. Caso o investidor tenha de tomar emprestado recurso para investir, este será mais caro. Já na situação em que ele tenha recurso disponível, há maior atratividade para a opção de emprestar seu dinheiro a juros em vez de investi-lo.
- v) Com a redução do Investimento agregado (I), há redução da atividade produtiva, esta implicando em queda da renda (Y) e do emprego na economia.
- vi) A retração da renda e do emprego implicaria em uma maior deterioração das expectativas, suscitando um novo acréscimo de incerteza e, por conseguinte, da preferência pela liquidez.
- vii) Deste modo o ciclo reinicia e se retroalimenta, garantindo que o investimento possua efeitos multiplicadores sobre a renda e o emprego, neste caso negativos.

Portanto a moeda possui a capacidade de influenciar as decisões de investimento da economia, consequentemente decisões realizadas na esfera monetária possuem impacto direto na esfera real, assegurando a (i) não-neutralidade da moeda na economia monetária de produção. Ademais, destaca-se também que a factibilidade do desejo de entesouramento ocorrer nesta economia implica na (ii) imprevisibilidade e inconstância da velocidade de circulação da moeda, a qual não é ditada pela estabilidade das transações – conforme os neoclássicos – mas pela preferência pela liquidez frente à cenários de incerteza não mensurável ou calculável.

Esta imprevisibilidade da velocidade de circulação da moeda (V) garante que não é possível aproximar o valor desta variável a uma constante ou prever seus movimentos, portanto $\Delta V \neq 0$. Esta conclusão diverge da hipótese adotada por Fisher para a formulação da TQM, a qual supunha que esta variável é estável. Portanto ao considerarmos a equação de Trocas com a hipótese apresentada por Keynes:

$$M \cdot V = P \cdot y$$

$$\Delta M \cdot \Delta V = \Delta P \cdot \Delta y$$

Sendo $\Delta V \neq 0$ não é possível afirmar que $\Delta M = \Delta P$, ou seja, alterações na oferta monetária não levam a variações unicamente sobre o nível de preços, mas também afetam a esfera real, alterando o nível de produto, implicando na rejeição da TQM.

Torna-se imprescindível realizar a consideração de que neste trabalho tomou-se como apropriado unir em uma só seção tanto as teorias de Keynes quanto Pós-Keynesiana. A razão para tal advém de os próprios Pós-Keynesianos terem surgido como um grupo na literatura independente dos *keynesianos tradicionais* – também chamados de Síntese Neoclássica –, por considerarem que, a despeito do próprio nome, os keynesianos se distanciaram da obra de Keynes, principalmente no que tange às questões da incerteza, da preferência pela liquidez e dos aspectos monetários, os quais são os principais balizadores das conclusões da *Teoria Geral*. Os Pós-Keynesianos em resposta, buscaram retornar às origens da obra de Keynes e, sob o escopo deste trabalho, são tidos como o grupo que mais se aproximou e herdou das teorias do economista em questão.

Dentre os Pós-Keynesianos, será dado destaque a Minsky, o qual aborda em sua obra as tendências inatas do capitalismo a sofrer com crises econômicas originados no sistema financeiro. O cerne de sua teoria é que o processo de funcionamento padrão de uma economia capitalista financeira é responsável por criar suas próprias condições de fragilidade e o mecanismo que a desestabiliza, acarretando em crises. O principal ponto é que “o sistema financeiro é, segundo Minsky, naturalmente instável e tende a se fragilizar à medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política econômica, mas resulta do funcionamento normal de nossa economia.” (Mollo, 1988, p. 101). Deste modo, as crises seriam endógenas ao sistema, não dependeriam de choques aleatórios para ocorrer.

Primeiramente é necessário estabelecer o que é *fragilidade financeira*. “A fragilidade financeira é definida por Minsky quanto ao grau de prudência do endividamento das unidades econômicas que constituem um sistema financeiro.” (Mollo, 1988, p. 104). E estas unidades, as quais configuram perfis de tomadores de recursos financeiros para financiar suas atividades, podem ser de três tipos, listadas da mais líquida para a mais ilíquida:

- i) *Hedge*, para as quais o nível de endividamento é seguro, i.e, o fluxo de ganhos monetários esperados é superior ao nível dos desembolsos futuros para pagamento das dívidas. Para este grupo, o valor líquido do investimento é positivo para qualquer variação de taxa de juros.
- ii) Especulativos, para os quais os fluxos de pagamento de dívidas futuras podem ser ocasionalmente superiores aos ganhos esperados, entretanto possuem a possibilidade de se refinanciar para honrarem compromissos nestes casos. São mais vulneráveis às taxas de juros de suas dívidas e caso estas variem muito, o valor líquido de seu investimento pode se tornar negativo.
- iii) *Ponzi*, para os quais o fluxo de pagamentos de dívidas é superior à previsão de entrada de ganhos, mas conseguem se refinarciar tomando novos recursos emprestados.

Portanto a fragilidade do sistema financeiro aumenta à medida que o número de perfis do tipo especulativos e *Ponzi* aumentam em termos relativos, tornando o sistema mais suscetível ao acontecimento de *default*, uma vez que “se as unidades *Hedge* são vulneráveis somente ao que acontece nos mercados específicos de seus produtos, o mesmo não ocorre com as unidades especulativas e *Ponzi*. Estas são vulneráveis ao que se passa nos mercados financeiros.” (Mollo, 1988, p. 104), ou seja, em uma situação em que as taxas de juros de seus financiamentos aumentem, tanto os especulativos quanto os *Ponzi* teriam de se refinarciar para conseguir honrar seus compromissos, mecanismo que será melhor explicado à frente. Portanto surge neste ponto o questionamento de como o sistema endogenamente induz à proliferação de unidades econômicas especulativas e *Ponzi*, para que estas aumentem em proporção, com o passar do tempo.

A resposta está no funcionamento dos bancos e das inovações financeiras. Por conta (i) das unidades *Hedge* garantirem melhor sua própria liquidez, dependem menos dos recursos de financiamento em relação às outras unidades. Ao passo que (ii) o progresso técnico bancário e o constante contato entre instituições financeiras e clientes implicam na criação de cada vez maior variedade de instrumentos financeiros, os quais possibilitam novos clientes a obterem recursos de financiamento. Como a demanda maior advém dos especulativos e *Ponzi*, inclusive por estes serem os grupos que anteriormente tinham maiores dificuldades de obter financiamento, estas inovações, as quais também se tornam cada vez mais tolerantes a níveis superiores de endividamento, recebem o papel de induzir ao aumento dos perfis especulativos

e *Ponzi* na economia, garantindo que o sistema financeiro gradativamente torna-se mais vulnerável.

Com o sistema financeiro tornando-se mais condescendente com perfis cada vez mais arriscados de crédito e, por conseguinte, mais frágeis, agora se faz necessário explicar qual é o mecanismo que desencadearia as crises, afinal a teoria de Minsky apresenta causas das crises de maneira endógena ao sistema financeiro, não fruto de algum choque qualquer. O gatilho pelo qual a crise se instauraria, por intermédio do sistema financeiro, é a incerteza, a qual leva a aumento das taxas de juros. Em condições saudáveis de funcionamento da economia, com expectativas otimistas, o investimento tende a crescer de forma acelerada e, como já foi apresentado, este investimento será financiado em grande parte pelos recursos financeiros provenientes dos bancos.

Entretanto neste ponto surge um descasamento entre a demanda por recursos para investir e a oferta destes recursos. A demanda expande-se de forma acentuada, ao passo que enquanto os agentes de todos os perfis – *Hedge*, especulativos e *Ponzi* – possuírem expectativas positivas, esta demanda será crescente. Já a oferta destes meios de financiamento encontra na incerteza dos agentes um limitador que a impede de atender a demanda. A incerteza na economia se manifesta nas (i) limitações institucionais instauradas pela autoridade monetária, bem como nas (ii) limitações impostas pelos bancos às suas próprias carteiras, com o intuito de atender a preferência pela liquidez dos bancos privados. “O problema para Minsky nada mais é que um problema de demanda de meios de financiamento cada vez maior em frente a uma oferta inelástica de financiamento.” (Mollo, 1988, p. 108). De acordo com Minsky (1982, apud MOLLO, 1988, p. 108):

A única forma de impedir a elevação da taxa de juros durante um período de investimento acelerado é através da oferta infinitamente elástica de financiamento – o que implica ou na ocorrência de um caudal de inovações financeiras, ou na oferta, pelo banco central (ou melhor, pelo banco central do mundo), de depósitos aos bancos em quantidade ilimitada.

A partir deste ponto, segue-se o seguinte mecanismo:

- i) O processo de crescimento da economia é responsável pelo aumento da fragilidade, implicando em crescimento da parcela de unidades econômicas especuladoras e *Ponzi*, de tal modo que este crescimento persiste até uma crise ocorrer.

- ii) A incerteza que permeia a economia leva os agentes a tomarem decisões visando atender a sua preferência pela liquidez, no caso dos bancos limitando a expansão de suas carteiras de crédito.
- iii) O descasamento entre demanda crescente e oferta inelástica para recursos de financiamento farão com que as taxas de juros aumentem.
- iv) Sob juros maiores, algumas unidades especulativas – que tornaram-se muitas – verão seus fluxos de caixa ficando negativos. Para quitar suas dívidas, terão de vender outros ativos que detém.
- v) O aumento da oferta de ativos que foi dispensada no mercado pelos especulativos farão com que os preços destes ativos sofram queda. Com esta queda de preços, são afetadas outras unidades especulativas, assim como as unidades *Hedge* que tinham no mercado destes ativos seus investimentos.
- vi) As novas unidades especulativas afetadas, assim como as *Hedge* terão de seguir os mesmos passos, buscando renegociar com os bancos suas dívidas e/ou vendendo outros ativos que detém, de modo que o ciclo vicioso passa a se repetir.
- vii) As expectativas se deterioraram e neste ponto a preferência pela liquidez dos bancos passa a aumentar, no intuito de se preservarem das incertezas crescentes, consequentemente enxugando mais ainda a oferta de crédito e comprometendo mais ainda a situação dos que buscavam refinar para cobrir prejuízos.
- viii) Em paralelo, as novas disponibilizações de ativos na economia empurram seus preços mais para baixo, de tal sorte que não só os agentes que estavam vulneráveis às variações da esfera monetária – especuladores e *Ponzi* – sofrem com incapacidade de pagamento, mas os *Hedge* também tem sua capacidade de quitar dívidas debilitadas, uma vez que os mercados de seus investimentos foram afetados.

O que se observa com este processo é que ao longo da fase altista do ciclo, os bancos se tornam cada vez mais diligentes e aceitam financiar negócios cada vez com perfil mais arriscado. O processo toma seu tempo enquanto a economia segue com expectativas otimistas, de tal modo que o sistema financeiro torna-se cada vez mais frágil e suscetível a uma crise. Uma vez que a armadilha está pronta, os juros aumentaram e ocorreram os primeiros *defaults*, as tentativas de pagar dívidas e cobrir prejuízos lançam outros agentes na crise, os quais terão o mesmo comportamento, implicando em um aumento da percepção de risco. Por fim eleva-se a preferência pela liquidez dos bancos e aumenta-se ainda mais a

escassez de recursos de financiamento, que por sua vez acarreta em mais agentes com dificuldade de pagar suas dívidas criando um ciclo vicioso. O resultado final é uma crise iniciado no setor financeiro, a qual se espalha para a esfera real da economia, impregnando setor após setor e invertendo as expectativas, as quais eram até então de total otimismo.

3.4) Monetaristas

De acordo com Blanchard (2011, p. 524 e 525), com a consolidação a partir da década de 1940 do que viria a ser chamada de síntese neoclássica – uma incorporação de aspectos da teoria keynesiana ao *mainstream* ortodoxo – o estudo da economia encontrava-se em um próspero período. A corrente teórica dominante entre os economistas na época herdava de Keynes o papel de expressiva relevância da política fiscal como mecanismo de atuação anticíclica na economia, entretanto subjugava a atuação da política monetária neste processo.

A crítica ao menosprezo das capacidades da política monetária partiram dos monetaristas a partir da década de 1950 e consolidando-se o longo da década de 1960, encabeçados por Friedman. A teoria monetarista consistia em uma releitura da TQM lançando-se mão de abordagens mais sofisticadas e considerando relevantes ao modelo um novo grupo de variáveis.

Conforme descrito por Carvalho (2015, p. 82), esta teoria compreende que a moeda era retida como uma forma de riqueza tal qual qualquer outra e a demanda por moeda dos agentes era dada pelas seguintes variáveis:

- i) A renda permanente do agente (y), ou seja, a parte da renda dos agentes que não sofria com alterações transitórias.
- ii) A Relação entre riqueza humana e não humana (w), uma vez que para vários indivíduos a maior parcela de sua riqueza reside na sua própria capacidade de gerar riqueza. É relevante pois a riqueza humana é altamente ilíquida, já que não é possível – ou ao menos legal – comercializá-la.
- iii) O custo de oportunidade de reter a moeda frente a outros meios de riqueza, dada pelo rendimento dos títulos de renda fixa (r_a), rendimento dos títulos de renda variável (r_b) e pela taxa de inflação esperada (i^e).
- iv) Preferências pessoais (u).
- v) Nível de preços vigente (P).

Portanto a reformulação da TQM apresentada pelos monetaristas poderia ser apresentada matematicamente da seguinte maneira:

$$M = P \cdot f(y, w, r_a, r_b, i^e, u)$$

Destacam-se algumas considerações relevantes às conclusões monetaristas:

- i) A autoridade monetária possuía controle total sobre a oferta de moeda, ou seja, a moeda é exógena.
- ii) Pesquisas empíricas realizadas por este grupo de economistas apontavam que a demanda por moeda não se alterava em função de alterações da taxa de juros (r_a) ou de rendimento dos ativos de renda variável (r_b).
- iii) Por definição, a renda permanente não sofre alterações transitórias, conferindo-a previsibilidade e estabilidade.
- iv) Os agentes atuam com *expectativas adaptativas*, ou seja, utilizam de informações do passado, incluso erros expectacionais cometidos, para reajustarem suas expectativas e não cometerem novos erros.

Destaca-se que a crítica realizada pelos keynesianos à TQM original fundamentava-se em dois pilares, (i) a velocidade de circulação da moeda ser instável e (ii) a não-neutralidade da moeda, fruto do processo em que a preferência pela liquidez, implicava na redução de moeda em circulação na economia, por sua vez levando a um aumento da taxa de juros, implicando no aumento do custo de oportunidade de realizar Investimento (I), por fim, reduzindo o nível do produto (Y).

Com a reformulação da TQM, os monetaristas garantiram uma teoria em que a velocidade de circulação da moeda era estável no longo prazo, uma vez que a demanda por moeda foi definida essencialmente em função da renda permanente, a qual por definição era previsível e não sofria alterações bruscas. As taxas de juros e rendimentos, apesar de possuírem papel teórico no modelo, perderam relevância com a constatação empírica que estas não tinham a capacidade de afetar a demanda por moeda. Deste modo, os monetaristas acatavam a TQM no longo prazo, consequentemente aceitando a neutralidade da moeda no longo prazo também.

Entretanto com relação ao curto prazo, a avaliação dos monetaristas sobre o papel da moeda é diferente. De acordo com Bonatto (2010), Friedman refutou o modelo fruto da Síntese Keynesiana IS-LM, uma vez que este separava os mercados de bens e serviços (curva

IS) e monetário (curva LM), bem como a tomada de decisões em cada um deles. Os monetaristas acreditavam que essa tomada de decisão ocorria de maneira paralela, uma vez que os agentes ao definirem qual parcela de sua riqueza seria alocada em moeda, automaticamente definiam que a parcela restante seria alocada em outros ativos (bens, serviços, títulos, artigos financeiros etc). Portanto como as decisões realizadas na esfera monetária possuíam impacto na esfera real e vice-versa no curto prazo, este grupo compreendia que a moeda não era neutra no curto prazo.

O mecanismo que garantia que a moeda apesar de não-neutra no curto prazo se tornasse neutra no longo eram as *expectativas adaptativas*, outro pilar essencial da teoria monetarista. No curto prazo há existência de instabilidades na demanda por moeda, por conta da formulação de decisão de alocação de riqueza dos agentes e da informação incompleta. Já no longo prazo esses problemas se dissipam, garantindo que os impactos na esfera real recuem e todo o impacto se limite à esfera monetária. Por exemplo, um aumento da oferta de moeda (M) no curto prazo aumentaria o produto, renda e emprego, mas no longo prazo estas variáveis iriam recuar ao nível original ao passo que o nível de preços (P) aumentaria, uma vez que os agentes compreendessem que foi apenas uma alteração na quantidade de moeda ofertada.

Entretanto se a autoridade monetária possui capacidade de influenciar a esfera real da economia no curto prazo, por que não o fazer repetidamente, de forma a manter o produto, o emprego e a renda em um patamar elevado com certa permanência? A resposta é que em cada rodada de expansão de moeda, seria gerado um aumento de emprego e renda temporariamente, ao passo que a inflação seria duradoura. O resultado seria desastroso, desencadeando uma estagflação, ou seja, baixo crescimento econômico acompanhado de inflação em aceleração.

A teoria monetarista pode ser compreendida como uma releitura dos clássicos. O que este grupo buscou foram novas estruturas teóricas para melhor adequar o entendimento neoclássico à realidade, ao exemplo da reestruturação da TQM apresentada no começo desta seção. Outro exemplo é a questão das expectativas adaptativas, as quais já eram subentendidas pelos neoclássicos como parte do comportamento dos agentes, entretanto não haviam sido explicitamente explicadas, ao passo que os monetaristas incorporaram esta característica no seu modelo.

3.5) Novos Clássicos

A escola Nova-Clássica conta como seus vanguardistas o vencedor do Nobel da Economia Robert Lucas, bem como Thomas Sargent e Neil Wallace. Conforme Carvalho (2015, p. 133), os entendimentos desta vertente possuem forte correlação aos entendimentos monetaristas, apesar de discordarem da formulação das expectativas adaptativas. Com relação aos keynesianos, são profundamente antagônicos, rejeitando políticas de intervenção tanto monetária quanto fiscal.

Uma das adesões teóricas de maior relevância realizada pelos Novos-clássicos é o uso do conceito de *expectativas racionais* em substituição às *expectativas adaptativas*, essa última proposta pelos monetaristas. A divergência é que as *expectativas adaptativas* dos monetaristas levavam em conta exclusivamente eventos que ocorreram no passado para formular as expectativas dos agentes com relação ao futuro. Lucas criticava que os agentes, por serem racionais, não levariam em conta apenas o passado para formular suas expectativas, mas sim toda a informação que teriam à disposição – inclusive os modelos econômicos – para preverem o futuro. A razão para tal crítica é que, se os agentes atuem sob o modelo expectacional monetarista, no caso de um erro de expectativas ter ocorrido no passado, este fator de erro seria “carregado” adiante na formulação de expectativas indefinidamente, de maneira que impedisse os agentes de acertarem suas previsões seguintes. Surge, portanto, uma incompatibilidade com a hipótese de racionalidade dos agentes, uma vez que tais agentes não deveriam errar indefinida e sistematicamente. Amorim (2002, p. 39) define as *expectativas racionais* da seguinte forma:

[...] De acordo com esse conceito, os agentes formariam suas expectativas utilizando eficientemente as limitadas informações disponíveis e as distribuições de probabilidade sobre os eventos possíveis, interpretando (distribuição subjetiva) de modo idêntico a teoria econômica relevante (probabilidade objetiva). Assim, as expectativas formadas pelos agentes tenderiam, na média, a coincidir com os valores efetivos. Porém, para isso, é necessário que não haja repetição sistemática de erros, ou seja, qualquer correlação entre erros deve ser imediatamente corrigida, e as expectativas refeitas.

Ao se acatar expectativas racionais, de acordo com Carvalho (2015, p. 134), os agentes são capazes de interpretar todas as informações disponíveis e agir da maneira mais eficiente possível, prevenindo erros sistemáticos, e sempre se aproximando dos resultados reais da economia com suas expectativas.

Para os novo-clássicos, ao ser anunciada a realização de uma política monetária expansionista, os agentes da economia sob expectativas racionais, sabem que, no longo prazo,

o aumento da oferta de moeda resulta apenas em elevação do nível de preços. Portanto ocorre antecipação desse evento aumentando preços e não levando a incremento do emprego, produção ou renda da economia. Este efeito diverge do que ocorria nos modelos monetaristas, nos quais os agentes sofriam ilusão monetária no curto prazo.

Ainda de acordo com Carvalho (2015, p. 137 e 138), para os novos-clássicos, o único mecanismo de atuação possível para a política monetária ter impacto na esfera real se daria com a autoridade monetária induzindo erros expectacionais nos agentes, ao se lançar mão de uma inesperada alteração na oferta de moeda. O incremento monetário não anunciado levaria firmas a reagirem como se a demanda por seus bens tivesse aumentado, crendo ser fruto de alguma alteração na esfera real (preferências ou tecnologia). A expansão da receita marginal levaria à possibilidade de um aumento dos custos marginais, ou seja, ofertar maiores salários para atrair os trabalhadores que estão voluntariamente desempregados – pois até então consideravam que os salários ofertados não cobriam as perdas de lazer causadas por trabalhar – e consequentemente haveria redução do desemprego e aumentos da renda e da produção. Com o passar do tempo, os agentes perceberiam que o aumento de preços generalizado fez com que os ganhos de salário nominais não se traduziam em ganhos reais, acarretando na redução de produção por parte das firmas bem como na saída voluntária de trabalhadores de seus empregos, levando estas variáveis aos níveis anteriores à expansão. A conclusão é de que este tipo de política monetária de surpresa possibilitaria efeitos reais apenas no curto prazo, sendo no longo prazo anulada pelo aumento do nível de preços.

Novamente levanta-se o questionamento da possibilidade da autoridade monetária realizar este tipo de política expansionista surpresa repetidas vezes para manter, com certa estabilidade, os níveis de produto, renda e emprego elevados. Tal aplicação, assim como para os monetaristas, não seria válida, entretanto por razões distintas. Ao criar um cenário de repetições de política surpresa em um ambiente de expectativas racionais, os agentes iriam incorporar este comportamento do Banco Central na sua formação de expectativas. Como consequência os preços passariam a ser sistematicamente ajustados de antemão a novas expansões e a autoridade monetária sofreria com expressiva perda de credibilidade, tornando-se refém de sua própria política: Teria de optar por emitir a moeda para atender às expectativas dos agentes, retroalimentando o ciclo e implicando em estagflação; ou então decepcionar às expectativas dos agentes não realizando a emissão, entretanto com os preços já ajustados, a menor oferta de moeda no curto prazo levaria a uma recessão econômica.

Dado que a política de surpresa não se apresenta como alternativa viável, implicando em elevados custos reputacionais e inflacionários, com a possibilidade de culminar em uma

estagflação, a recomendação de política dos novo-clássicos é de manter o máximo de transparência na autoridade monetária e suas regras, tal qual pregavam os próprios monetaristas, entretanto com algumas divergências e complementos, como a possibilidade da independência do Banco Central com relação ao governo e as políticas de metas de inflação. Por fim, vale destacar que a moeda no escopo novo-clássico seria neutra tanto no curto quanto no longo prazo, uma vez que o único mecanismo que possibilitaria trespassar a neutralidade – apenas para o curto prazo – foi descartado.

Outro ponto crucial a ser apresentado na teoria novo-clássica é o conceito dos *Real Business Cycles (RBC)*, os quais correspondem à razão das flutuações econômicas, dado que para esta corrente, os agentes sob expectativas racionais automaticamente ajustam seu comportamento, não permitindo que ocorram variações devido a imperfeições de mercado, ajuste lento de preços ou choques monetários. Para os teóricos do RBC, as flutuações que a economia sofre na realidade são impactos de alterações de variáveis reais, ou seja, variações de preferências dos agentes ou variações do progresso técnico. Sob esta visão, aceita-se que “as movimentações no produto real poderiam ser encaradas como movimentos no nível natural do produto, e não desvios dele. [...] à medida que surgem novas descobertas, a produtividade cresce, levando a um aumento do produto” (BLANCHARD, 2011, p. 529). Portanto, a economia não estaria saindo de seu equilíbrio nestas situações, mas sempre se adequando aos novos equilíbrios, de maior eficiência que surgem.

3.6) Novos Keynesianos

Os novos-clássicos gozaram de forte prestígio e consolidaram-se como *mainstream* econômico com sua modelação de expectativas racionais e microfundamentação. Entretanto à medida que a nova teoria era posta em prática, surgiram inconsistências internas no próprio modelo, além do que viria a ser expressiva fonte de críticas, a ausência de comprovação empírica das teorias, conforme descreve Gontijo (2009, p.2):

[...]Com o crescente prestígio da escola novo-clássica, em 1978 Lucas e Sargent já se sentiam suficientemente confiantes para contemplar a vida “After Keynesian Macroeconomics” [...] A comemoração, contudo, mostrar-se-ia prematura, não apenas devido às deficiências internas da macroeconomia novo-clássica, mas também da aparente falta de aderência dos modelos à realidade empírica (McCallum, 1986: 400). Em muitos casos, por exemplo, verificou-se que (i) o comportamento dos preços foi oposto ao previsto (Barro, 1977a); (ii) mudanças da oferta de moeda, mesmo antecipadas, afetam o nível da renda real (Romer e Romer, 1989; Bernanke e Blinder, 1992; Galí, 1992; Ball e Mankiw, 1994; Bernanke e Mihov, 1998; Christiano, Eichenbaum e Evans, 1996 e 1998; Leeper, Sims e Zha, 1996; Bernanke, Gertler e Watson, 1997); (iii) a taxa de juros e não a oferta de

moeda é a variável causadora das flutuações no nível de preços (Sims, 1980a e 1980b; Friedman e Kuttner, 1992; Leeper, Sims e Zha, 1996; Estrella e Mishin, 2006); (iv) há reduzida substituição intertemporal de trabalho por lazer (Altonji e Ashenfelter, 1980; Altonji, 1982); (v) o sucesso empírico de vários modelos (veja-se, por exemplo, Hall, 1980) se deve a hipóteses questionáveis (Altonji, 1982). Afinal, do ponto de vista empírico parece evidente que o desemprego em larga escala é involuntário (Lindbeck e Snower, 1988b: 29) e não vivemos no melhor dos mundos possíveis do Dr. Pangloss (Buiter, 1980).

Essas inconsistências serviriam de combustível para o surgimento da escola Novo-Keynesiana, a qual lançaria mão de uma macroeconomia com microfundamentos, bem como outros postulados clássicos – tal qual os próprios novos-clássicos – como racionalidade dos agentes e sua busca de maximização de utilidade, acarretando a igualdade entre rendimentos marginais e custos marginais, além do nível de preços depender da quantidade de moeda nominal e o consumo e investimento serem dependentes da quantidade de Moeda real (M/P) da economia, o que por sua vez garantiria que excesso de moeda implicaria em aumento de demanda e posteriormente em um aumento do nível de preços, conforme apresenta Gontijo (2009).

Entretanto o teor “keynesiano” da teoria viria de sua preocupação com os desequilíbrios de curto prazo e os períodos de transição, para os quais as premissas acima não seriam explicativas o suficiente, uma vez que considera-se a existência de volatilidade dos ciclos econômicos, o desemprego involuntário, a não-neutralidade da política monetária e os impactos na esfera real da economia causada por alterações dos níveis de preços (Gontijo, 2009). Como resposta às falhas de mercado existentes no curto prazo, o novo-keynesianismo propõe a incorporação à teoria de questões como rigidez de preços – inclusive salários –, além de custos e lentidão para a adaptação das variáveis após a ocorrência de choques.

Conforme explica Amorim (2002), as causas de rigidez de preços seriam a existência de (i) contratos nominais com durações suficientemente longas para evitar que sejam realizados frequentes ajustes de preços, (ii) custos de menu, ou seja, custos implícitos nos processos de alteração de preços e (iii) concorrência imperfeita na economia, conferindo certo grau de poder de mercado às firmas para definirem seus preços e, portanto, terem independência para atuar fora dos preços de mercado competitivo.

Portanto a consideração de viscosidade no processo de mudança de preços descarta a capacidade de ajuste instantâneo do mercado e, conseqüentemente, a ocorrência de *market clearing* automático, isto é, o perfeito ajuste de mercado através da interação entre as forças de oferta e demanda apenas” (Amorim, 2002). Neste cenário, ao ocorrer um choque de queda de demanda, por exemplo, as firmas sem a capacidade de corrigirem preços em um espaço

curto de tempo, teriam de reduzir as quantidades demandadas de seus fornecedores para reduzir sua própria produção e este efeito se alastraria ao longo de toda a cadeia produtiva, incorporando todos os setores da economia neste processo e implicando em uma recessão de curto prazo. Portanto para os novos-keynesianos, as flutuações dos ciclos econômicos são decorrentes da rigidez de preços da economia e a moeda possuiria impactos de curto prazo, ao passo que no longo prazo os impactos de políticas monetárias seriam anulados pelos ajustes de preços, qualificando a moeda como não-neutra apenas no curto prazo.

4) O mercado de crédito brasileiro

Após a apresentação das distintas visões acerca do papel da moeda, do crédito e das instituições bancárias para a economia, o trabalho em questão se focará em analisar os desdobramentos da política de crédito adotada no Brasil ao longo do governo Lula, vigente de 2002 a 2010. Serão apresentados dados acerca da estrutura creditícia do país no período, bem como fatores políticos internos e externos que afetaram diretamente a forma de condução das políticas públicas. Dá-se notoriedade à crise financeira dos Estados Unidos, a qual afetou a dinâmica econômica global e implicou em ferrenhas alterações no mercado de crédito brasileiro a partir de 2008, rompendo com a estrutura vigente à época e dando início a uma condução distinta da política creditícia brasileira.

A avaliação das políticas adotadas pelo governo serão realizadas por duas óticas distintas entre si, similar à realizada no trabalho de Busato (2006). Estas visões teóricas serão denominadas (i) *pós-keynesiana*, a qual acredita que a moeda e, consequentemente, o crédito e os bancos possuem papel central na viabilização de investimentos na economia, além de apoiar a atuação estatal no mercado de crédito, de modo a potencializar os resultados da economia do país; e a visão (ii) *ortodoxa*, a qual desacredita que a moeda, crédito e bancos exercem um papel de relevância para aspectos da esfera real, tais como produção, renda e emprego, ademais este grupo advoga que a atuação governamental na maioria dos casos, incluso no mercado de crédito, tende a gerar distorções e acarreta resultados subótimos. O grupo definido como *ortodoxo*, levará em consideração a perspectiva dos grupos que acatam a TQM, em especial das vertentes Novo-Clássica e Novo-Keynesiana, por englobarem, de maneira geral, os aspectos das visões ortodoxas anteriores além de proverem argumentos e teorias mais atualizados.

4.1) Contexto prévio

Antes de ser realizada uma análise mais detalhada da oferta de crédito do Brasil ao longo do governo Lula, faz-se necessário compreender os fatores que condicionaram a formação da estrutura financeira recente no país. Durante o governo de Fernando Henrique Cardoso, com a implementação do Plano Real, lançou-se mão de múltiplas reformas de cunho liberalizante na economia do país, dentre essas algumas de impacto mais direto sobre o setor bancário, destacando-se privatizações de bancos públicos e aderência a padrões regulatórios internacionais, como o Acordo de Basileia.

Como consequência deste processo de abertura e adequações institucionais, o sistema bancário brasileiro vislumbrou um aumento de sua complexidade e maior estruturação. Complementarmente seguiu-se um processo gradativo de alteração do perfil das instituições bancárias do país, o qual anteriormente contava com maior presença de bancos públicos e, a partir de então, presenciou a entrada de maior número de instituições privadas no mercado – tanto estrangeiras quanto nacionais.

A despeito desta alteração de perfil ocorrida ao longo do governo Cardoso, os ativos nas carteiras das instituições financeiras pouco mudaram, mantendo-se ainda alta aderência aos títulos públicos. Argumentam Prates e Freitas (2013, p. 325) que a oferta de produtos de crédito no país não sofreu grandes alterações, por conta da alta preferência pela liquidez dos bancos no país:

De 1994 a 2002, contudo, não houve alteração significativa na preferência pela liquidez dos bancos privados em relação ao padrão dos anos de alta inflação. Com exceção de um curto período de expansão do crédito após o Plano Real — que teve duração de somente oito meses (conduzindo a relação crédito/PIB de 31,7% em junho de 1994 para 36,8% em janeiro de 1995) — essas instituições continuaram priorizando as aplicações em títulos públicos vis-à-vis às operações de crédito, a despeito do diferencial ainda maior de rentabilidade dessas últimas no Brasil, em função do altíssimo spread bancário, relativamente ao observado nos demais países em desenvolvimento.

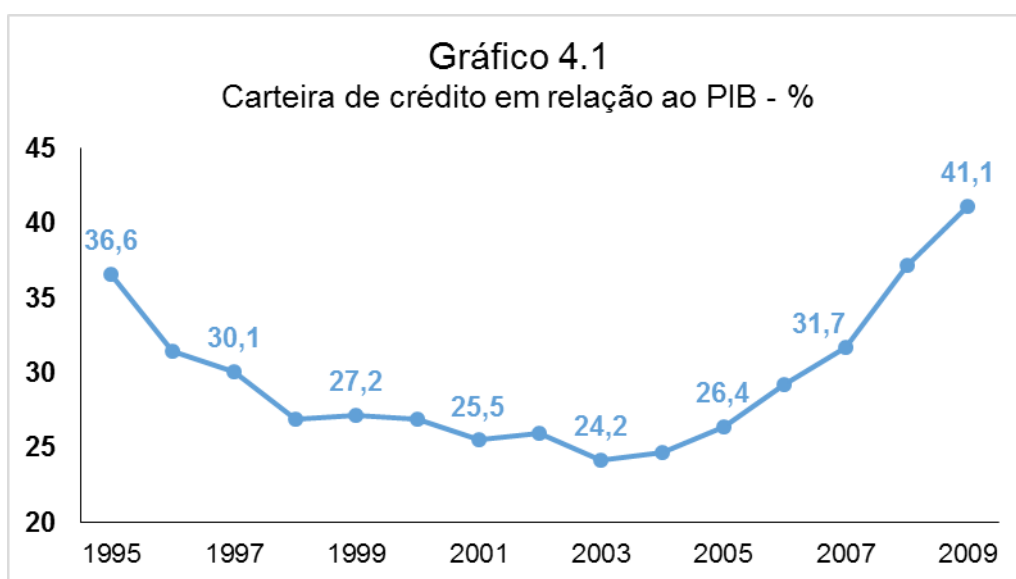
Em concordância com a teoria de Keynes (1936), o elevado nível de incerteza presente na economia brasileira, em especial às vésperas das eleições de 2002, implicavam em alto grau de preferência pela liquidez dos agentes privados, inclusive os bancos. Na prática, este comportamento traduziu-se com os novos entrantes do mercado se comportando tal qual os antigos, isto é, alocando seus recursos essencialmente em títulos públicos, os quais apresentavam atraente rentabilidade e maior segurança frente às carteiras de crédito, as quais seguiam reduzidas.

4.2) A oferta de crédito de 2003 a 2008

A partir de 2003, o então eleito presidente Lula ao optar por realizar acenos direcionados ao mercado, com indicativos de que manteria a condução da política econômica, ou seja, a manutenção do tripé macroeconômico – inclusive com o Ministério da Fazenda redefinindo uma meta mais elevada para o superávit primário –, evento que proveu segurança e forte redução das incertezas ao capital que permeavam a economia brasileira.

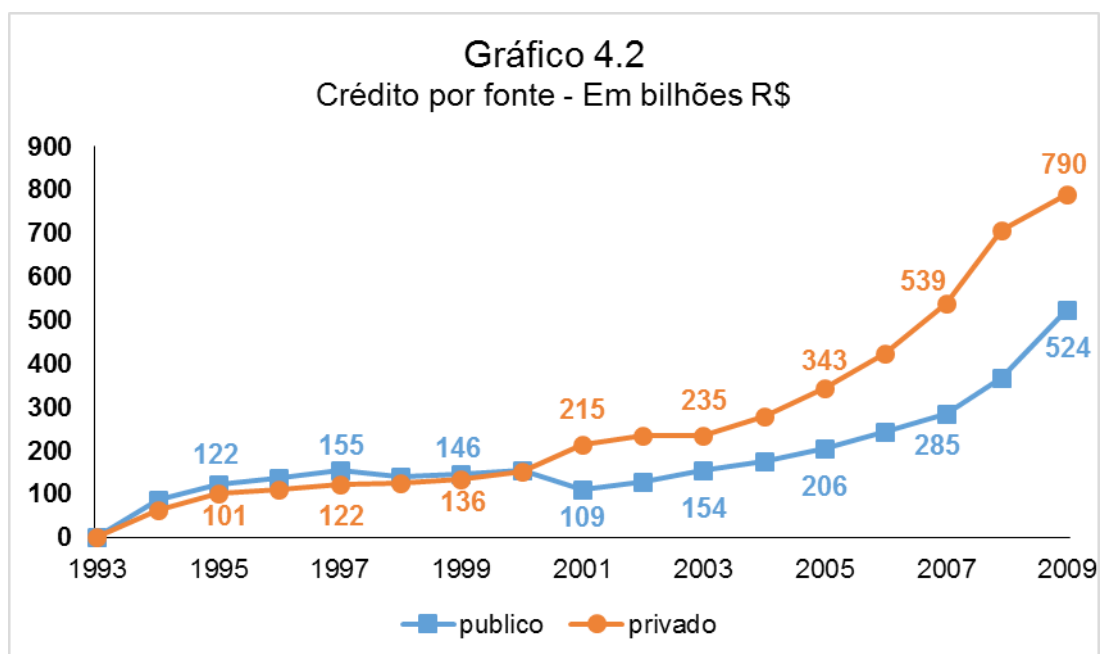
Diante deste novo cenário, os bancos se dispuseram a aumentar seu apetite por risco. Fatores como (i) maior estabilidade macroeconômica, (ii) redução da taxa Selic, partindo de 26,5% em Fevereiro de 2003 para 16% em Março de 2004, (iii) o contexto externo positivo, o qual impulsionou fortemente as exportações do país e consequente valorizou o câmbio, e (iv) fortalecimento do arcabouço institucional financeiro pelas reformas do período Cardoso foram cruciais à expansão da liquidez e consequente postura mais arrojada adotada pelos bancos privados a partir de então.

As carteiras destas instituições financeiras, de acordo com Prates e Biancareli (2009), movimentaram-se da alta concentração dos conservadores títulos públicos para um *mix* fundamentado em uma parcela relativamente maior de crédito disponibilizados a agentes privados, uma vez que os retornos maiores destes produtos tornaram-se mais atrativos com a redução das incertezas. A disposição da oferta de crédito do país é apresentada no gráfico 4.1. É possível observar tanto o início do processo de retração da oferta ao longo do governo Cardoso – fruto do enxugamento dos bancos públicos e aumento da sensação de incerteza por questões conjunturais – quanto a expansão de 2003 em diante.



Fonte: Bacen; Base: Julho; Elaboração: Própria.

Ponto imprescindível de destaque consiste na oferta creditícia, em ascensão no país a partir 2003, apresentar como seus principais ofertantes instituições financeiras privadas, diferentemente do que vigorou na década de 90, período em que o crédito era majoritariamente fornecido por instituições públicas. A inversão da predominância do setor responsável por fornecer os recursos se deu no ano 2000, e a partir de 2003 até próximo do final da década, o hiato da importância relativa dos recursos privados com relação aos públicos somente cresceu, conforme ilustra o gráfico 4.2.

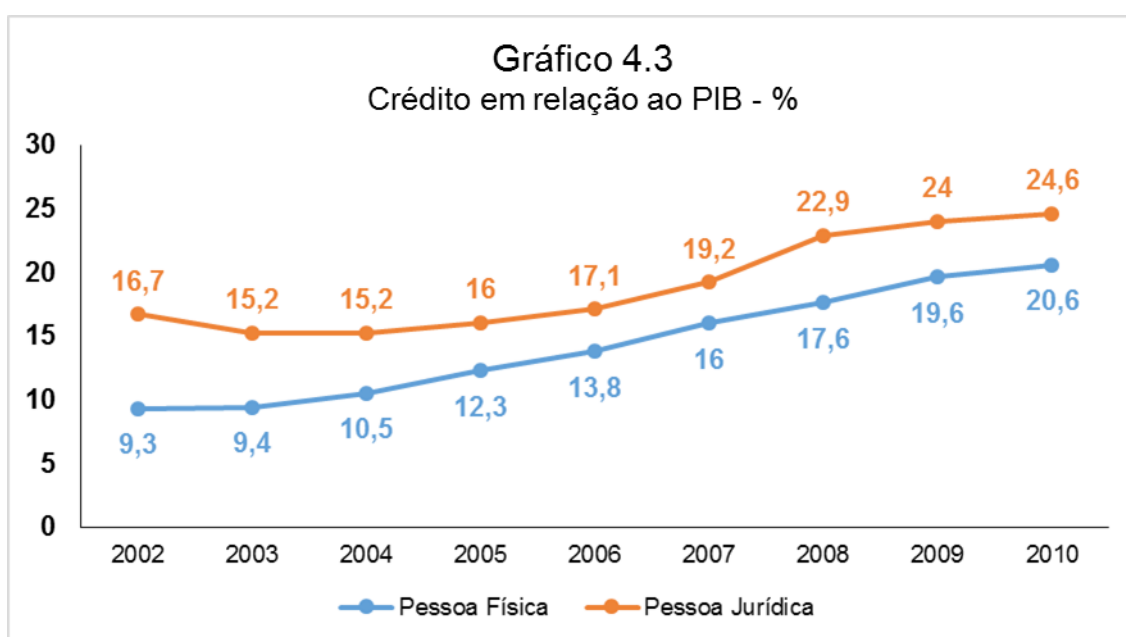


Fonte: Bacen; Base: Julho; Elaboração: Própria.

Em consonância às ideias pós-keynesianas, as novas disposições da oferta de crédito no período de 2003 a 2008, em especial as linhas provenientes de instituições privadas e focadas no financiamento de pessoas físicas, possibilitaram que o consumo no país trilhasse uma rota de aceleração, implicando em expansão do produto agregado. Conforme apresenta Mora (2014a), somente as modalidades de crédito pessoal, financiamento de veículos e cartão de crédito foram responsáveis por um crescimento de 6,2 p.p. do PIB no período de dezembro de 2002 a dezembro de 2008. Destaca-se ainda o surgimento das linhas de crédito consignado no país em 2004, que por conta de sua estrutura de garantias vinculadas diretamente à folha de pagamento dos funcionários, reduzia os riscos envolvidos à concessão de crédito e possibilitava a cobrança de juros mais baixos, facilitando a obtenção de crédito pessoal. O resultado desta inovação fez com que o crédito pessoal partisse de 2,2% do PIB em 2004 para

4,4% em 2008, sendo que a modalidade consignada nestes percentis partiu de 0,9% do PIB em 2004 para 2,6% em 2008.

Nesta mesma linha de pensamento aplicada às pessoas jurídicas, o acesso à expansão de crédito só se materializaria posteriormente, de tal sorte que entre 2003 e 2004, o crédito para esse público manteve-se estagnado no patamar de 15,2% do PIB. A partir de 2005, com a criação de novas linhas de crédito para financiamento de capital de giro no país, a expansão do crédito para estes agentes ocorreu, partindo de 15,2% do PIB em dezembro de 2004 até atingir o patamar de 22,9% do PIB em dezembro de 2008. Seguem dados no gráfico 4.3.



Fonte: Bacen, adaptado de Mora (2014a); Base: Dezembro; Elaboração: própria.

Em contraposição, uma visão mais alinhada à ortodoxia econômica vislumbra que o mercado de crédito não cumpriu papel de potencializar o crescimento econômico. Este mercado, conforme descrito na seção 3.2, teria seu papel limitado a realizar as intermediações financeiras entre poupadores e tomadores de recursos financeiros. Conforme também destacado na seção em questão, há a hipótese de livre acesso a este mercado para o bom funcionamento do mecanismo poupança-investimento. Nesta linha, surge a possibilidade de observar o sistema financeiro com maior relevância, uma vez que a hipótese torna-se mais factível se o sistema financeiro como um todo for desenvolvido e competitivo, ou seja, um sistema financeiro de maior complexidade possibilitaria maior acesso dos agentes a tomarem recursos emprestados para investirem, qualificando o bom funcionamento deste mercado como um pré-requisito à concretização de investimentos. Todavia não há uma delegação mais

enfática de possíveis políticas que poderiam ser aplicadas ao sistema financeiro no intuito de promover crescimento, uma vez que este já se encontra com maturação e tamanho funcional.

Em destaque à corrente novo-clássica, há a compreensão que os eventos ocorridos com o mercado crédito ao longo deste período não seriam causa do crescimento econômico manifestado, mas sim consequência dos mesmos fatores que o motivaram. Questões como (i) a indicação de maior responsabilidade fiscal dada pelo governo, alinhada às (ii) reformas institucionais bancárias e (iii) a redução da intervenção governamental em múltiplos setores – incluso o bancário – devido à privatização de empresas públicas impactaram as expectativas dos agentes de forma positiva.

Essa melhora de expectativas daria segurança para as firmas investirem, ao passo que a reforma de teor liberalizante herdada do governo de Cardoso reduzia a atuação estatal na economia e ampliava o espaço para atuação dos agentes privados. Como consequência a economia apresentaria tendência a uma maior eficiência, dado que para esta visão teórica os agentes privados – neste caso, as firmas – buscam racionalmente o melhor resultado individual disponível, acarretando em um processo de autorregulação do mercado, o qual em última instância guia a economia ao seu patamar de maior eficiência possível. Neste contexto, a atuação do governo seria responsável por promover distorções e consequentemente gerar entraves à eficiência de atuação do mercado, portanto tal redução de atuação do governo nos mercados possibilitou a estes maior eficácia.

Entretanto apenas esta sanitização da atuação pública não seria suficiente para justificar o crescimento vislumbrado pela economia brasileira no período. Outra possibilidade teórica se daria por alterações ocorridas na esfera real da economia, ou seja, alterações de preferências ou tecnológicas capazes de afetar a capacidade produtiva do país ou as demandas dos agentes, conforme a teoria dos *Real Business Cycles* (RBC), apresentada na seção 3.5 deste trabalho. Nesta linha, o entendimento é de que a economia brasileira suportou tais patamares de crescimento devido a fatores externos, tais como o (i) intenso desenvolvimento da economia chinesa e (ii) o período chamado de *boom* das *commodities*, implementando um processo de aceleração da exportações de países produtores de *commodities*, incluso o Brasil, o que em última instância promoveu a experiência de aceleração do crescimento econômico, geração de emprego e renda no país. Bredow et al (2018, p.1) apresenta que:

Por sua vez, essa mesma literatura sugere que o choque positivo nos termos de intercâmbio derivado daquele super-ciclo [de produção de commodities] estaria no cerne explicativo do bom desempenho macroeconômico e social nos países produtores e exportadores de commodities. [...] Aparentemente, o maior dinamismo econômico aliviou as restrições – externa e fiscal – típicas e pervasivas nos países

emergentes e em desenvolvimento, o que permitiu a ampliação de investimentos em infraestrutura física e social.

Ainda sob o escopo novo-clássico alinhado à teoria dos *RBC*, há a visão de que o crescimento do período também se deveria fortemente ao aumento da produtividade, ou seja, implementação de progressos técnicos que promoveriam a eficiência produtiva da economia como um todo. “[...] interpretações ortodoxas mais recentes sugerem que o crescimento mais elevado do período Lula resultaria do efeito defasado das reformas liberais adotadas nos anos de 1990, cuja consequência teria sido a elevação da produtividade total dos fatores.” (FERRAZ, 2013, p. 40). Nesta mesma senda, é válido destacar o trabalho de Ellery Jr e Gomes (2014), os quais concluem que a trajetória do crescimento brasileiro no período entre 2003 e 2007 é bem descrito pela produtividade e ainda enfatizam que ao considerar que os impostos vigentes no período possuem características distorcivas à economia, o modelo leva a resultados que representam melhor a realidade. Portanto há um reforço da ideia de que a atuação do governo na economia possui tendência a gerar impactos negativos, em vez de corrigir distorções.

Ao chocar ambas as perspectivas para os eventos ocorridos no mercado de crédito ao longo deste primeiro período, é possível realizar algumas constatações:

- i) O argumento ortodoxo de que a entrada de agentes privados no mercado por si só traz dinamicidade não é aplicável ao caso em questão, uma vez que tal entrada ocorreu após a sanitização de bancos públicos promovida no governo Cardoso, entretanto as instituições privadas que adentraram o mercado, inclusive estrangeiras, mantiveram o mesmo comportamento dos bancos que antes dominavam este mercado, i.e, parcela expressiva de recursos em títulos públicos e atuação reduzida no mercado de crédito.
- ii) Conforme destacado pelos ortodoxos, os fatores que aconteceram na esfera real tiveram impacto essencial para o ótimo resultado econômico atingido no período, tais como melhoras expectativas e institucionais devido às reformas da década de 90, aumento das exportações fruto do *boom* das *commodities* e expansão da China e até o aumento da produtividade da economia, também fruto das reformas. Entretanto parece pouco crível que apenas estes fatores teriam impacto tão direto, principalmente sobre o consumo agregado, principal propulsor do crescimento no período.

- iii) Realizando-se a avaliação de 2003 a 2008, aparenta ser pouco provável que tal êxito econômico teria sido atingido caso o mercado de crédito tivesse se mantido estagnado. Isto porque principalmente as linhas de consumo – o qual foi o maior propulsor do crescimento econômico no período – foram largamente financiadas pelo crédito, sem o qual as famílias não teriam como sustentar este perfil de gastos.

Conclusivamente pode-se apontar que a maior parte dos aspectos indicados pelos ortodoxos para justificar o crescimento econômico no período em questão são válidos, com uma exceção a se destacar sendo o argumento de que a saída das instituições públicas e entrada das privadas foi responsável por maior eficiência do mercado, o que neste caso não se aplicou. Entretanto não parece razoável afirmar que a atuação do mercado de crédito no período foi neutra para o crescimento econômico, pelo contrário, o crédito teve papel central como financiador de linhas de consumo e investimento no país.

4.3) A oferta de crédito de 2008 a 2010

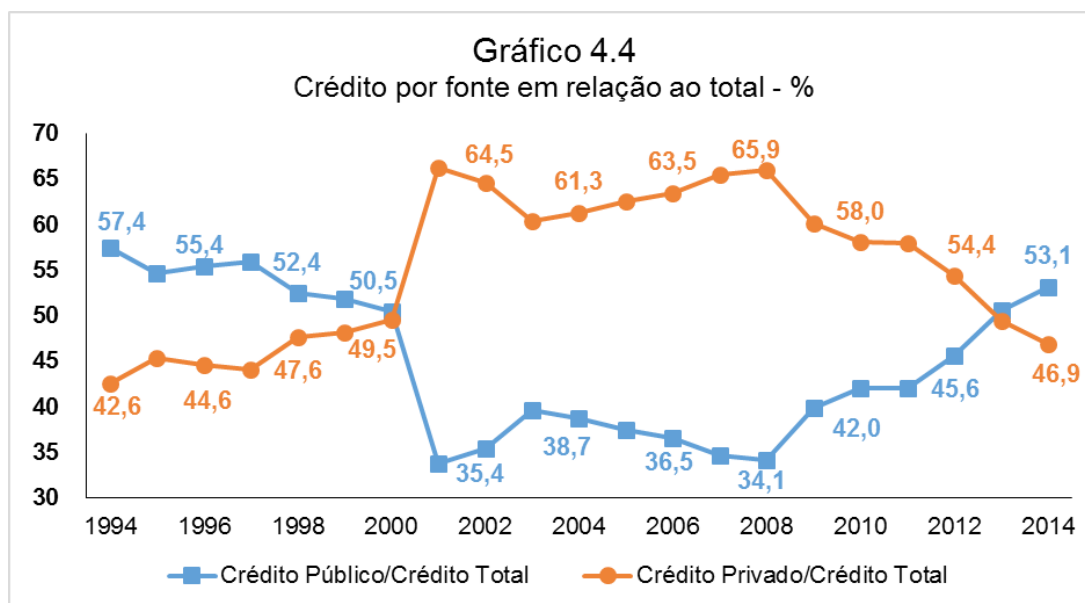
O bom contexto econômico tanto interno quanto externo alinhado às expectativas otimistas dos agentes propiciaram um sólido período de bonança à economia brasileira, sendo a expansão do crédito um dos imprescindíveis motores deste processo, para pós-keynesianos. Se evidencia no período a atuação dos bancos privados neste processo, os quais expandiram a oferta de produtos de crédito com o intuito de maximizarem seus lucros. Prates e Freitas (2013) destacam ainda que por conta do período ter sido fortemente caracterizado por valorizações do real em relação ao dólar, espalhou-se pelo país uma prática já consolidada em países com mercado financeiro mais desenvolvido: Os contratos de crédito vinculados a derivativos cambiais. Os derivativos cambiais podem ser utilizados tanto com o propósito de proteção de variações da taxa de câmbio – quando são realizados de maneira “casada” a outra operação no mercado à vista na ponta inversa, ou seja, se assume uma posição comprada em dólar caso se realize uma venda desta moeda no presente ou vice-versa – ou como meio de especulação. Ambas utilizações foram adotadas largamente no país.

Dado o início da crise financeira dos Estados Unidos em 2008, iniciou-se um processo de deterioração de expectativas e aumento de incerteza em escala global. Em uma perspectiva pós-keynesiana, a resposta dos mercados à crise, destacadamente o financeiro, foi dada pelo aumento da preferência pela liquidez, acarretando em uma fuga de ativos ilíquidos para outros

mais seguros – aversão a contratos e investimentos em moedas de países em desenvolvimento para alternativas indexadas ao dólar ou o euro – implicando em uma desvalorização do câmbio e, conseqüentemente, incorrendo em expressivos prejuízos aos que estavam utilizando os derivativos especulativamente. Ademais em consonância às ideias de Minsky (1992) apresentadas na seção 3.3, houve a reversão da crescente oferta de crédito no país. Os bancos privados receosos com a elevação da incerteza e o risco de crédito galgante, iniciaram um gradativo processo de enxugamento de suas carteiras de crédito. Prates e Freitas (2013) destacam que este processo de retração não se imprimiu nos dados em um primeiro momento por conta de (i) inércia do próprio mercado de crédito, (ii) efeito da depreciação do real em operações com *funding* externo, tornando os valores em moeda doméstica maiores e (iii) bancos que mantiveram a oferta de linhas de crédito para seus clientes cobrirem os prejuízos oriundos da desvalorização cambial sob os contratos atrelados a derivativos.

O governo em busca de apaziguar os efeitos da crise, iniciou a implementação de uma política anticíclica, fundamentada na expansão da carteira de crédito dos bancos públicos, a fim de contrabalancear a já esperada retração da carteira creditícia das instituições privadas. Conforme aponta Mora (2014a), três instituições públicas atuaram como pilares de fornecimento de crédito durante este período, sendo elas (i) BNDES, via disponibilização de recursos direcionados e com foco empresarial e linhas de capital de giro, (ii) Caixa Econômica Federal, responsável pelo fornecimento de crédito habitacional e (iii) Banco do Brasil, com atuação voltada a crédito consignado, financiamento de veículos e capital de giro.

A expansão da carteira de crédito das instituições financeiras governamentais em contraste à retração dos bancos privados implicou em uma rápida inversão de protagonismo dos agentes ofertantes de crédito no país. A partir de 2008 os empréstimos oriundos das instituições privadas iniciaram expressiva derrocada em sua participação relativa ao total, partindo de 65,9% da oferta total de crédito em julho de 2008, perdendo a dianteira do mercado em julho de 2013 e persistindo no processo de queda mesmo após o encerramento do governo vigente à época. Os dados estão no gráfico 4.4.



O papel em específico do BNDES com a ampliação de linhas de crédito para financiamento de capital de giro foi essencial para o apaziguamento dos prejuízos com as operações de derivativos. Somando-se ainda sua atuação como articulador e coordenador dos agentes privados ao longo do período, o banco teve papel central de mitigador dos efeitos da crise no país. Conforme apresenta Mora (2014b, p. 41):

A ampliação da alavancagem do BNDES se fez necessária pela gravidade da situação e assegurava os instrumentos necessários para lidar com a situação [...]. Assim, as implicações macroeconômicas dos prejuízos decorrentes do uso de derivativos cambiais especulativamente tenderiam a agravar a crise se o BNDES não houvesse atuado e coordenado as ações da iniciativa privada. A oferta de crédito permitiu minimizar os efeitos da crise.

Por esta perspectiva, a atuação direta dos bancos públicos surtiu o efeito esperado e a crise financeira global teve seu impacto reduzido no Brasil por conta da manutenção dos padrões de consumo, bem como da reestruturação de firmas, as quais foram financiadas pelas linhas de crédito públicas. Mora (2014a, p. 330) ainda destaca que o contexto em questão apresentou as virtudes da atuação de uma política monetária e creditícia responsável para auxiliar em períodos de recessão:

Essa mudança paradigmática [sobre possibilidade de endogenidade das crises financeiras] colocou em discussão o papel a ser desempenhado pela política monetária. Até então, esta era concebida primordialmente como um instrumento para estabilizar preços e salários, sem ter como objetivo atuar sobre ciclos e ativos financeiros.

Alterando-se o escopo da análise para uma visão mais alinhada à ortodoxia, a atuação do governo federal via instituições financeiras públicas teria na realidade impactos perniciosos. A retração presenciada no período se caracterizava como uma flutuação de ciclos da economia, a qual inevitavelmente retornaria ao pleno emprego com ajustes implementados pela atuação dos próprios agentes econômicos. Entretanto com a atuação governamental haveria espaço para que ocorressem distorções que afetassem estes mecanismos autorreguladores.

A visão ortodoxa, de maneira geral, vê que a atuação estatal na economia possui efeitos deletérios, desregulando o mecanismo de preços e implicando em resultados ineficientes. Nesta linha, Studart (1993) aponta que pela ótica ortodoxa, a existência de taxas de juros subsidiadas, vigentes a um nível abaixo do equilíbrio, acarretaria em um déficit de poupança, implicando que os recursos previamente necessários para o financiamento de longo prazo seriam reduzidos, comprometendo ainda mais o investimento. A resposta que Studart (1993) apresenta para esta argumentação ortodoxa é de que (i) mesmo que a taxa de juros aumente, não há razão para crer que a poupança irá aumentar, uma vez que esta é apenas um resquício do consumo, o qual varia apenas com a renda e não com a taxa de juros, além de (ii) um aumento dos juros atuar de forma negativa diretamente sobre o nível de investimento, tornando a tomada de recursos mais dispendiosa para investidores. Por fim também destaca que (iii), de acordo com a teoria Misnkyana da instabilidade financeira, o aumento da taxa de juros pode desencadear o início de uma crise econômica por comprometer a capacidade de pagamento de dívida dos agentes da economia.

De Bolle (2015) apresenta um estudo voltado para o BNDES, com o qual conclui que a atuação deste banco, por decorrência das taxas de juros subsidiadas, segmenta o mercado de crédito em dois, o subsidiado com taxas de juros menores e o mercado “aberto” com taxas de juros artificialmente elevadas. Por conta desta segmentação, (i) o meio de transmissão de política monetária seria sufocado, implicando que autoridade monetária teria de atuar com elevações das taxas de juros mais incisivas para obter os mesmos resultados que obteria caso o banco não estivesse em atuação. Outro aspecto apontado é que (ii) o banco gera problemas de seleção adversa no mercado de crédito, uma vez que as taxas de juros subsidiadas capturam os melhores tomadores de crédito e relegam ao mercado “aberto” os tomadores que apresentam maior risco, caracterizando este mercado com um risco artificialmente elevado e comprometendo seu potencial de desenvolvimento no longo prazo.

Outra visão de maior tolerância, comportada no seio ortodoxo novo-keynesiano, concluem que atuações governamentais de expansão do crédito seriam justificadas em

situações de (i) assimetria informacional e externalidades ou ainda em (ii) situações de baixas do ciclos que impliquem em revés econômico. Sob a segunda justificativa, a expansão pública de crédito ocorreria ao longo do estágio mais agudo da crise, entretanto a perpetuação desta política no período seguinte implicaria nas distorções acima descritas e superaria os benefícios possíveis da intervenção. Esta ótica é exposta por Bonomo, Brito e Martins (2014 p. 27):

As pointed out by the social view of state-ownership, government intervention in the credit markets would be justified due to market failures caused by asymmetric information or to externalities that make financially unprofitable projects socially desirable. Cyclical intervention in the credit market could also be justified, according to the macroeconomic view, by existing externalities in increasing credit during a crisis period. Earmarked and government-owned banks credit growth has been substantial in Brazil since the 2007/2008 financial crisis. While the initial phase of the expansion was beneficial, contributing to alleviate the effect of financial crisis on the Brazilian credit market, its continuing expansion after crisis is a point of interest as regards its impact on the allocation of resources among sectors and firms, as well as on the private banking sector.

Confrontando-se novamente as divergentes perspectivas para os eventos ocorridos, desta vez no segundo período, é possível realizar as seguintes observações:

- i) Foi a apresentada a visão de que a atuação dos bancos públicos com políticas anticíclicas de linhas de crédito subsidiadas, ou seja, abaixo do equilíbrio de mercado, seriam responsáveis por reduzir a poupança (S) captada, por conseguinte esterilizando os recursos disponíveis para a concretização de Investimentos (I) na economia. Studart (1993) apresenta uma resposta a este argumento de que mesmo que as taxas de juros fossem mais elevadas, não seria alcançado um estoque de poupança maior, mas que o efeito seria exatamente o oposto, inibindo o investimento, dado que seu custo tornou-se maior. Ainda destaca que este efeito poderia destacar uma crise nos moldes de Minsky, via aumento da taxa de juros acarretar em aumento do *default*.
- ii) De Bolle (2015) levanta críticas à atuação do BNDES, apresentando mais distorções que a atuação de bancos públicos causam ao mercado de crédito. Entretanto ao se considerar o contexto econômico brasileiro, sabe-se que em situações de aumento de incerteza os bancos privados tendem a migrar seus produtos das carteiras de crédito, principalmente das de longo prazo, para aplicações em títulos públicos. Portanto o que se observou na prática, é que a partir de 2008, não haveria a possibilidade da hipótese dos bancos públicos

estarem tomando *market share* dos privados, mas sim que sem atuação dos financiamentos públicos, não haveria disponibilidade de recursos suficientes para financiar o investimento.

Portanto o que se conclui é que apesar da possibilidade da intervenção governamental poder ocasionar efeitos perniciosos à economia, não foi o que se observou no período em questão para o mercado de crédito, uma vez que se o estado tivesse se ausentado da atuação, haveria escassez de recursos financeiros para financiar investimentos e consumo no país, de tal sorte que a recessão sentida em 2009 poderia ter sido mais danosa aos níveis de emprego e renda do país. Nesta mesma linha argumentativa, não há razões para crer que a manutenção naquele período das taxas de juros de equilíbrio de mercado teriam sido a alternativa mais benéfica, uma vez que a tendência seria de encarecimento destas, dado o elevado nível de incerteza, inibindo a capacidade de investimento da economia, bem como de financiamento de consumo.

5) Conclusões

O período do Governo Lula, de 2003 a 2010, pode ser subdividido, em termos de política de crédito, em dois períodos essencialmente distintos. O primeiro, vigente de 2003 a 2008, ao passo que o segundo de 2008 a 2010, se destacando que algumas características da política monetária trespassaram o mandato de Lula e ainda seguiram em curso ao longo da gestão de Rousseff.

A partir do momento em que o mercado tornou-se menos receoso com o presidente, abriu-se espaço para um estruturado cenário econômico interno e externo, expectativas gradativamente mais otimistas, baixa incerteza, instituições mais estáveis e consolidadas – frutos do governo anterior – de modo que o contexto mostrou-se convidativo ao maior engajamento dos agentes privados e um ambiente propício para novos investimentos e negócios. Esta conjuntura mostrava-se especialmente promissora e atraente no mercado de crédito do país, uma vez que além dos já citados fatores de atração das firmas privadas, contou ainda com o enxugamento e a reestruturação do sistema bancário posto em prático ao longo do governo de FHC, o qual abriu espaço neste mercado para a entrada de novas instituições financeiras. O resultado foi a escalada da oferta de crédito no país, proeminentemente de origem privada, característica incomum a este mercado no Brasil.

O período que seguiu, vigorando de 2003 a 2008, se destacou por conta dos inquestionáveis resultados positivos apresentados pela economia brasileira. Entretanto distintas visões atribuem causas divergentes a este sucesso econômico. Estas óticas foram definidas simploriamente como ortodoxa e pós-keynesiana (ou heterodoxa), sendo o conceito balizador de tal diferença, respectivamente, a crença ou não na neutralidade da moeda – no curto e no longo prazo –, i.e, a capacidade de choques e políticas de caráter monetário, incluso o crédito, afetarem a economia em suas variáveis reais, tais como produto, emprego e renda.

A visão pós-keynesiana atribuiu o triunfo econômico do período, além dos aspectos conjunturais já citados, como consequência inseparável da política de crédito adotada pelo governo. O benévolo contexto apresentado reduziu as incertezas que encobriam a economia, implicando um lançamento massivo de instituições privadas no mercado de crédito brasileiro, o qual possuía vacância, dado o enxugamento bancário ocorrido na gestão de Cardoso. As linhas de crédito disponibilizadas atuaram com caráter pró-cíclico e virtuoso, sendo responsáveis por financiar consumo e notoriamente o investimento. Essa expansão do investimento, em última instância, teria sido responsável por potencializar geração de emprego e ganhos de renda na economia brasileira, que por sua vez tornavam as expectativas ainda mais otimistas e decorriam em novas rodadas de crédito e, consequente, investimento.

Por outra perspectiva, as abordagens ortodoxas atribuem os resultados da economia no período a outros fatores que fogem do escopo monetário e que, para estas visões, não poderiam ser afetados por variáveis monetárias no longo prazo – em alguns casos sequer no curto –. Fatores tais como (i) expectativas otimistas, (ii) redução da intervenção estatal e maior atuação de agentes privados na economia, (iii) variações na própria esfera real, como o aumento de exportações e (iv) aumento de produtividade, fruto de reformas do governo anterior, teriam sido os principais propulsores da bonança do período, de tal forma que a atuação do governo via políticas de crédito em vez de proporcionarem crescimento, pelo contrário, possuíam a capacidade de prejudicar os resultados obtidos. Os efeitos econômicos não teriam sido alcançados por conta da atuação governamental, mas apesar dela.

Ao final de 2008 o quadro se reverteu com a instalação da crise financeira global, a qual atingiu a economia brasileira principalmente nos aspectos que tangem às expectativas dos agentes e nas exportações, uma vez que a demanda efetiva sofreu forte retração em escala global. A política adotada pelo governo brasileiro à época é considerada de intervenção e caráter anticíclico, tanto em aspectos fiscais quanto monetários, ao passo que no campo do crédito esta postura se manifestou na forma de crescente atuação de instituições financeiras públicas, com caráter responsivo à retração das carteiras de crédito dos bancos privados. O

papel de principal ofertante de crédito deixou de ser das instituições privadas e retornou aos bancos públicos.

À luz da teoria pós-keynesiana, a estratégia do governo federal de tomar para si a responsabilidade de prover crédito no país com o enxugamento das posições privadas foi acertada. Este direcionamento garantiria manutenção de liquidez e moeda para atender às demandas dos agentes de consumo e investimento. As linhas de crédito que financiaram novos investimentos e sustentaram capital de giro para manter firmas em funcionamento teriam sido de relevância crucial para não permitir que a crise atingisse de maneira mais aguda os níveis de emprego e renda do Brasil. Portanto a crise seria assim superada com relativo sucesso, uma vez que o revés poderia ter sido mais intenso no país sob ausência destas políticas anticíclicas.

A teoria ortodoxa, com enfoque novo-clássico, crê que a passagem da crise ocorreria de maneira automática e autorregulada, sem necessidade de intervenção do governo com qualquer tipo de política, seja fiscal ou monetária. Nesta concepção, a atuação governamental teria potenciais deletérios à economia, de tal modo que o crescimento excessivo da atuação de instituições bancárias públicas fornecedoras de crédito subsidiado, destacadamente o BNDES, implica em distorções econômicas, como (i) segmentação do mercado de crédito, implicando em taxas de juros anormalmente altas para o mercado “aberto”, (ii) pressões para o déficit públicos, fruto do banco ser abastecido pelo Tesouro Nacional com emissão de dívidas a taxas maiores que as que ele repassa, (iii) processo de seleção adversa no mercado de crédito, tornando o mercado “aberto” artificialmente mais arriscado e reduzindo seu potencial de desenvolvimento.

Já a ortodoxia com enfoque novo-keynesiano pode aceitar que a atuação da política monetária faz sentido no curto prazo, uma vez que por conta de mecanismos de rigidez de preços, a moeda seria não-neutra no curto prazo, conforme apresentado na seção 3.6. Portanto a expansão de crédito poderia ser um atenuante da recessão econômica que tomou lugar em 2008, auxiliando a lidar com a queda de disponibilidade de meios de pagamento originada da retração dos bancos privados. Entretanto esta visão crê que a política expansionista de crédito deveria ser adotada apenas no pico da crise e depois cessada, não ser utilizada como mecanismo permanente de incentivo ao crescimento econômico. Esta opinião não foi adotada e políticas desta natureza perduraram para além da recessão econômica e mantiveram-se parte da rotina governamental de Rousseff, entretanto este período foge ao escopo deste trabalho.

Ao serem realizadas confrontações das possíveis razões para os eventos presenciados ao longo do governo Lula pelas perspectivas ortodoxa e pós-keynesiana, foi encontrado que

parcialmente a teoria ortodoxa se adere à década em questão, no que tange aos aspectos causadores do bom desempenho econômico brasileiro, com a ressalva sendo a justificativa de que a eliminação do estado teve atuação fundamental para este resultado, uma vez que foi apresentado que ao serem eliminados bancos privados, o mercado não sofreu nenhuma alteração profunda em termos de eficiência e os novos entrantes mantiveram exatamente o mesmo perfil de atuação no mercado bancário.

Esta mesma crítica à visão ortodoxa de que a atuação estatal nos mercados necessariamente implica em resultados subótimos foi mantida e intensificada para o segundo período, com a resposta do governo à crise de 2008. Apesar do *mainstream* advogar que o inchaço do governo e sua atuação direta nos mercados provocam revés, o que se observou é que os agentes privados deixaram o mercado por conta de sua aversão à crescente incerteza e para preservar sua preferência pela liquidez, portanto a atuação do governo foi no sentido de ocupar esse vácuo de oferta de crédito que se criava, no intuito de preservar os padrões de consumo e investimento do período. Ademais, esta política de crédito adotada pelo governo alinhada à visão pós-keynesiana, provou-se bem sucedida, uma vez que empiricamente os resultados foram de uma recessão mais curta no país do que potencialmente poderia ter sido, e não se presenciou, ao menos pela duração do governo Lula, os mencionados efeitos deletérios que supostamente teriam impactos maiores que os benefícios da política adotada.

6) Referências

AMORIM, R. **Macroeconomia neoclássica contemporânea: novos-keynesianos e novos-clássicos**. Ensaios FEE. Porto Alegre, v. 23, n. 1, p. 59-56, 2002.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Séries temporais, vários anos. Acesso em 01/07/2019.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 5ª Edição. São Paulo: Pearson, 2011.

BLAUG, M. **Economic Theory in Retrospect**. 4th edition. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.

BONATTO, T. **Regras, Estabilização e Monetarismo**. Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, (2010).

BONOMO, M.; BRITO, R.; MARTINS, B. **Macroeconomic and Financial Consequences of the After Crisis Government-Driven Credit Expansion in Brazil**. Banco Central do Brasil. Working Papers n. 378, 2014.

BREDOW S. et al. **A Alta nos Preços de Commodities nos Anos 2000 Contribuiu para as Exportações Brasileiras de Manufaturados? Uma Avaliação Empírica para Parceiros Selecionados**. 46º Encontro Nacional de Economia – ANPEC, 2018.

BUSATO, M. **Uma discussão teórica sobre flutuação econômica e tendência ao pleno emprego: vertente tradicional versus uma alternativa (pós)keynesiana**. Salvador, 2006.

CARVALHO, F. **Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa**. Revista de Economia Política, v. 13, nº 3 (51), p. 114-121, 1993.

CARVALHO, F. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2015.

CHICK, V. **A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros**. Ensaios FEE. Porto Alegre, v. 15, nº 1, p. 9-23, 1994.

DE BOLLE, M. **Do Public Development Banks Hurt Growth? Evidence from Brazil**. Peterson Institute for International Economics Policy Brief, n. PB15-16, 2015.

ELLERY JR; R.; GOMES, V. **Política fiscal, Choques de Oferta e a Expansão Econômica de 2003-2007**. BBR – Brazilian Business Review, v. 11, n. 3, p. 56-80, 2014.

FERRARI FILHO, F. **“Keynesianos”, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma crítica pós-keynesiana**. Ensaios FEE, Porto Alegre. v. 17, n. 2, p. 78-101, 1996.

FERRARI FILHO, F.; ARAUJO, J. **Caos, incerteza e teoria pós-keynesiana**. Ensaios FEE. Porto Alegre, v. 21, n. 2, p. 163-182, 2000.

FERRAZ, F. **Crise financeira global: Impactos na economia brasileira, política econômica e resultados**. Rio de Janeiro, 2013.

GONTIJO, C. **Notas críticas sobre a macroeconomia novo-Keynesiana**. Revista de Economia Política, v. 29, n. 2 (114), p. 285-301, 2009.

HUNT, E.; LAUTZENHEISER, M. **História do Pensamento Econômico: Uma perspectiva crítica**. 3ª edição. Trad. André Arruda Vilella. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

KEYNES, J. **A Treatise on Money**. First Edition. London: Macmillan, 1930.

KEYNES, J. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996 (Coleção Os Economistas).

MARTINI, R. **Financiamento do investimento e o papel dos bancos de desenvolvimento na perspectiva pós-keynesiana: uma resenha bibliográfica**. BNDES – Biblioteca Digital, 2014.

MINSKY, H. **The Financial Instability Hypothesis: Capitalist process and the behavior of the economy**. In Kindleberger and Laffargue (eds.), Financial Crisis, Cambridge. 1982.

MINSKY, H. **The Financial Instability Hypothesis**. The Levy Economics Institute Working Paper N° 74, 1992.

MOLLO, M. **Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky**. Revista de Economia Política, v. 8, nº 1, p. 100-123, 1988.

MOLLO, M. **As Controvérsias Monetárias do Século XIX**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 80-97, 1994.

MOLLO, M. **Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda**. Revista de Economia Política, v. 24, n. 3 (95), p. 323-343, 2004.

MORA, M. **Evolução recente das políticas monetária e cambial e do mercado de crédito no Brasil**/José Ronaldo de Castro Souza Júnior, Organizador. – Rio de Janeiro: Ipea, p. 307-344, 2014.

MORA, M. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. Ipea, 2014. (Texto para Discussão, n.2022).

PRATES, D; BIANCARELI, A. **Panorama do ciclo de crédito recente: Condicionantes e características gerais**. Projeto de Estudos sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos. Convênio BNDES/FECAMP/CECON-IE-UNICAMP/IE-UFRJ, 2009.

PRATES, D; FREITAS, M. **Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas**. Revista de Economia Política, v.33, n.2 (131), p.322-340, abr-jun 2013.

POSSAS, M. **A cheia do “mainstream”: Comentário sobre os rumos da ciência econômica**. Revista Economia Contemporânea, v. 1, n. 1, p. 13-58, 1997.

STUDART, R. **O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão tradicional**. Revista de Economia Política, v. 3, n. 1 (49), 1993.